

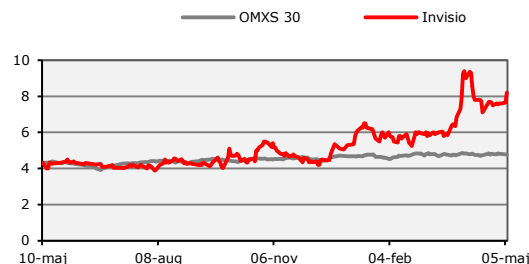
Sammanfattning
Invisio (IVSO.ST)

Nära genombrott

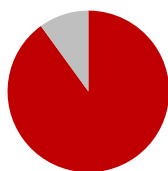
- Invisio har sedan 2007 koncentrerat sig på att sälja röstkommunikationsutrustning för militäranvändning. Bolaget omsätter 85 miljoner kronor men gjorde ett negativt resultat på 10 miljoner kronor för 2013. För första kvartalet 2014 gjorde Invisio en vinst på 5,1 miljoner kronor.
- Under hösten 2013 fick bolaget en genombrottsbeställning från TCAPS (amerikanska armén) på 40 miljoner som senare följts upp av en ytterligare beställning på 20 miljoner i mars 2014. Invisio har goda förutsättningar att nå ett positivt resultat för 2014.
- Bolaget har en svag finansiell situation och det finns en risk att bolaget behöver ett mindre kapitaltillskott. Vid tidigare emissioner har dock storägare hela tiden varit villiga att ställa upp med mer kapital och det är en uttalad strategi från storägarna att hålla en stram kapitalstruktur i bolaget.
- Redeye värderar Invisio till runt dagskurs om 7,5 kronor per aktie under förutsättning att bolaget lyckas kapitalisera på framgångarna från TCAPS (eller liknande program från andra länder) och når estimerad omsättning på 144 miljoner för 2014 och runt 190 miljoner för 2015.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

First North Premier
372 MSEK
Information Technology
Lars Højgård Hansen
Lars Röckert

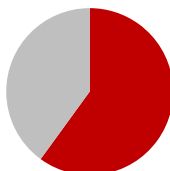

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



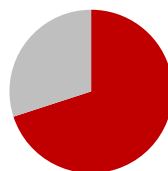
9,0 poäng

Ägarskap



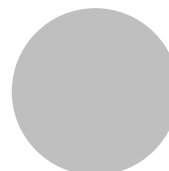
6,0 poäng

Tillväxtutsikter



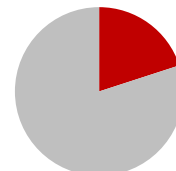
7,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



2,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning, MSEK	43	85	144	191	229
Tillväxt	4%	98%	69%	33%	20%
EBITDA	-20	-4	15	28	46
EBITDA-marginal	Neg	Neg	11%	14%	20%
EBIT	-26	-10	10	22	39
EBIT-marginal	Neg	Neg	7%	12%	17%
Resultat före skatt	-29	-13	5	17	33
Nettoresultat	-29	-10	5	17	33
Nettomarginal	Neg	Neg	3%	9%	15%
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VPA	-0,77	-0,26	0,12	0,40	0,79
P/E	Neg	Neg	73,95	21,89	11,16
EV/S	4,65	3,26	2,75	2,01	1,54
EV/EBITDA	Neg	Neg	25,93	13,87	7,78

Fakta	
Aktiekurs (SEK)	8,8
Antal aktier (milj)	42,2
Börsvärde (MSEK)	372
Nettoskuld (MSEK)	25
Free float (%)	30 %
Dagl oms. ('000)	76

Analytiker:
Henrik Senestad
henrik.senestad@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Investeringsammanfattning

Invisio, som tidigare gick under namnet Nextlink, utvecklar och säljer röstkommunikationsutrustning för i huvudsak militär användning. Bolaget noterades år 2004 på NGM Nordic men har därefter bytt lista till First North. Bolaget har 31 anställda och hade under 2013 en försäljning på 85 miljoner kronor samt gjorde ett negativt resultat på 10 miljoner kronor.

Bolaget har två olika typer av kunder inom militären: specialstyrkor och reguljära arméer. Beställningar från specialstyrkor är vanligtvis i spannet mellan 2-10 miljoner kronor och sker löpande. Beställningar från reguljära arméer sker i samband med större upphandlingsprocesser och är initialt mellan 10-40 miljoner kronor men följs ofta upp av en uppföljningsbeställning. Invisios kunder är västerländska stater, oftast ansluta till NATO. Totalt uppskattar Redeye att bolaget har fått beställningar från cirka 15 länder runt om i världen, varav 9 länder står som officiella kunder.

Invisio har växt kraftigt under de senaste åren och tog under hösten 2013 en genombrottsbeställning från TCAPS (amerikanska armén) på totalt 60 miljoner kronor. Beställningen motsvarar utrustning till ett fåtal amerikansk brigader (varje brigad består av 2 500 till 4 000 man), vilket innebär att det fortsatt finns stor potential för fler beställningar från amerikanska armén.

Bolaget har visat att den strategiomläggning som skedde 2007 har gett resultat och bolaget har växt till nära 100 miljoner i omsättning från i praktiken noll inom militär användning 2007. Det är sannolikt, med tanke på den höga orderboken inför 2014 och uppföljningsbeställningen från TCAPS, att bolaget kommer att redovisa ett positivt resultat under 2014.

Bolaget har en ansträngd kapitalsituation som gör det sårbart för störningar i beställningsflödet. Vid tidigare emissioner har dock storägare hela tiden varit villiga att ställa upp med mer kapital och det är en uttalad strategi från storägarna att hålla en stram kapitalstruktur i bolaget.

Redeye värderar bolaget till runt dagskurs om 7,5 kronor per aktie men värderingen är väldigt osäker då allting är beroende på hur väl Invisio lyckas kapitalisera på den initiala framgång bolaget fått från TCAPS (eller motsvarande program). Vår värdering baseras på en försäljning på 144 miljoner kronor 2014 och runt 190 miljoner 2015.

Redeye ser väldigt positivt på att fyra personer ur ledningsgruppen under våren köpt totalt 470 000 aktier i bolaget vilket även bör öka sannolikheten att den av Redeye prognostiserade försäljningsökning äger rum.

Bolagshistorik

Invisio grundades år 1999 men idén föddes redan i början av 1990 av Peer Kuhlmann som är en av grundarna till bolaget. Han arbetade med att utveckla ett headset till walkie-talkies vars mikrofon skulle fånga upp ljud via vibrationer i käkbenet istället för, som traditionellt, via ljudvågor. På detta sätt skulle ljudupptagning kunna ske även i bullriga miljöer utan att det skulle störa kvalitén. Lösningen patenterades år 1992.

När bolaget grundades såldes initialt headsets endast till professionella kunder under produktnamnet Invisio Custom Made. Headsetet var trådbundet och utnyttjade den patenterade käkbensmikrofonen. Kunderna utgjordes främst av militär, räddningstjänst, polis och livvakter. Inom den privata sektorn fanns även kunder inom bygg-, shipping-, säkerhets-, och flygindustrin.

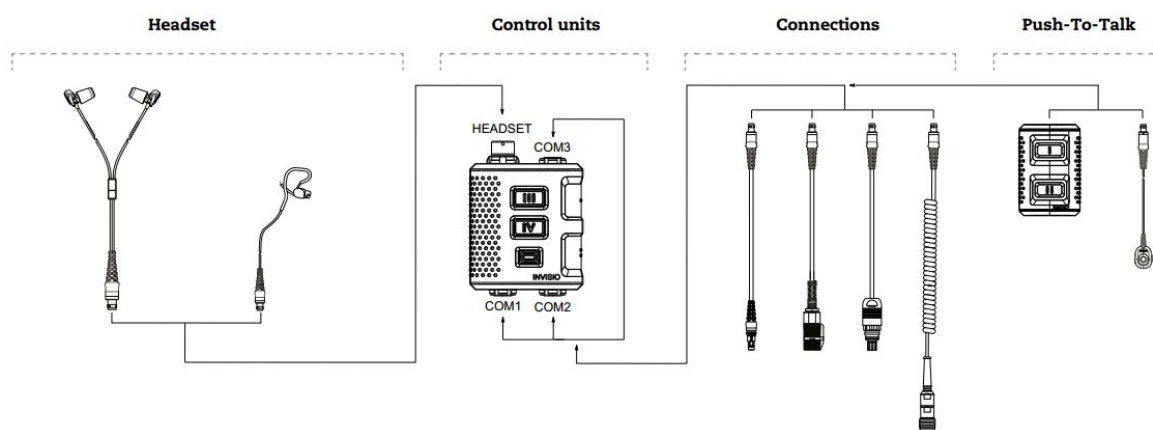
I början av 2000-talet uppfattade Invisio en efterfrågan på avancerade headsets från konsumentmarknaden. Invisio genomförde därför en satsning på trådlösa headsets till konsumentmarknaden som senare avvecklades. Under 2007 påbörjades en verksamhetsförändring som återigen skulle rikta in bolaget mot kommunikationsutrustning för militär användning.

Strategin har visat sig lönsam och Invisio har växt från en omsättning på 22 miljoner 2007 till 85 miljoner 2013.

Affärsmodell

Produkter

Invisio utvecklar och säljer produkter för röstkommunikation till i huvudsak militära kunder. Men, även försäljning till polis och brandförsvaret förekommer. Produktfloran består av fyra olika kategorier: Headsets, Control units, Connections och Push-To-Talks. Produkterna säljs i paket och en beställning kan involvera flera olika enheter från olika produktmodeller.



I strid är det väsentligt att hålla vad man kallar *situational awareness* d.v.s. höra vad som händer runt omkring dig. Samtidigt, när du väl avfyrar ditt vapen, vill du skydda din hörsel från hörselnedsättning och tinnitus. Denna kombination har skapat behovet av Invisios produkter. Invisio erbjuder ett röstkommunikationssystem som erbjuder hörselskydd och kommunikationsmöjligheter, samtidigt som du kan höra eller till och med förstärka ljud omkring dig.

Navet i Invisios lösning är kontrollenheten och det finns totalt tre olika produkter: S10, X50 och V60. V60 är den senaste och mest avancerade produkten som erbjuder kommunikation med upp till 3 olika kanaler. Till en kanal kan du koppla antingen en radio eller exempelvis ett intercom-system. Det som är viktigt att förstå här är att varje radio eller intercom-system har sitt eget *interface* vilket gör att en kontrollenhet från ett större radiobolag i normala fall endast fungerar till sitt eget radiosystem. Invisios kontrollenheter fungerar till flera system, vilket gör att den kan användas till militärens befintliga radiosystem.

Tillsammans med en kontrollenhet säljs vanligtvis även ett X5/X6 Headset och en M30 Push-To-Talk. För icke-militär användning används ofta en version av M3:an, exempelvis M3H (Insatsstyrkor) eller M3 Fire (Brandmän).

Produkterna håller en väldigt hög kvalitet och bolagets utvecklingsprocesser är bland annat ISO 9001:2008 certifierade. Då produkterna används i krävande miljöer är en normal livslängd på en produkt runt 3-5 år, vilket skapar en återkommande efterfrågan av Invisios produkter.

Leverantörer

Invisio gör två olika typer av produktutveckling: anpassning av nuvarande produkter för specifika behov samt nya modeller. Eftersom olika arméer har olika krav på Invisios produkter sker viss anpassning inom nuvarande modeller. All utveckling och anpassning sker inom Invisio tillsammans med kontraktstillverkaren PartnerTech. Invisio sköter allt fram till själva tillverkningsstadiet, då komplexiteten i Invisios produkter ligger i programvaran och konstruktionsdesignen som Invisio själva vill kontrollera. Det finns således inget hinder för Invisio att byta kontraktstillverkare ifall behovet skulle uppkomma. Samtidigt är Invisios produkter av väldigt hög kvalitet, vilket gör att det skulle ta viss tid att genomföra en flytt.

Värt att nämna är också att Danmark, där Invisios huvudkontor ligger, är världsledande inom utveckling och produktion av hörselhjälpmedel med bolag som Widex, William Demant och GN Store Nord. Det gör det lättare att finna kompetent personal och underleverantörer.

Kunder

Invisios huvudsakliga kunder är stater, anslutna till NATO-alliansen, som köper för militärt bruk. Inom militären finns det två olika typer av beställare: specialtrupper och reguljära arméer. Specialtrupper är mindre grupper som vanligtvis har den tekniskt mest avancerade utrustningen och kan välja fritt vilken typ av utrustning de behöver. Reguljära arméer är en större mängd soldater, exempelvis en infanteribrigad inom en armé, och deras inköp brukar vanligtvis kräva rigorösa upphandlingsprocesser med långa testperioder och avtalsförhandlingar.

För specialtrupper är det framförallt viktigt att utrustningen fungerar klanderfritt och under tuffa förhållanden. Summan för ett inköp ligger under 10 miljoner och vanligtvis i spannet mellan 1-2 miljoner kronor. En soldat, i ett specialförband eller en reguljär armé, har vanligtvis sin egen kontrollenhet och headset vilket skapar en löpande efterfrågan från nya soldater. Så, när väl Invisio har lyckas få sin produkt godkänd och använd i fält av ett specialförband följer vanligtvis löpande uppföljningsbeställningar. Exempelvis beställer Australien ungefär en gång i halvåret nya headsets till sina specialförband.

Försäljning till reguljära arméer kräver ett deltagande i rigorösa upphandlingsprocesser där Invisios utrustning vanligtvis endast är en del

av helheten. Invisio har därför olika partnerskap med större radioleverantörer på respektive marknad. En upphandlingsprocess kan ta allt från ett till fem år och ordersumman har hittills varit mellan 10 till 40 miljoner per beställningstillfälle. De senaste beställningarna från USA har varit på totalt 60 miljoner, uppdelat på två tillfällen.

Fördelen med de rigorösa upphandlingsprocesserna är för Invisios del att de fungerar som en vallgrav mot framtida prispress från billiga konkurrenter. När du väl har upphandlat ett fungerande kommunikationssystem byter du inte gärna ut det. Exempelvis har de radiosystem som idag används vanligtvis funnits med i runt 20 år.

En drivande faktor som gör att arméerna handlar upp hörselskyddssystem är att veteraner kommer tillbaka med olika typer av hörselskador efter att de varit aktiva soldater. Exempelvis betalar den federala regeringen i USA ut närmare 7 miljarder kronor årligen till veteraner med hörselskador och tinnitus. Det gör också att det framförallt är länder som varit i krig som är mest benägna att köpa Invisios produkter.



I blått är de NATO-länder som Invisio specificerat men det har gjorts beställningar från flertalet andra ospecificerade NATO-länder (i grönt).

Konkurrenter

De främsta konkurrenterna utgörs av andra producenter av in-ear headsets, som Source of Sound, Nacre, Silynx och Temco samt av producenter av traditionella headsets som Peltor, Sordin, SELEX, Racal och Sennheiser. Dessutom finns ett antal mindre lokala aktörer. Konkurrenterna använder dock andra och oftast äldre tekniker än Invisio. In-ear headsets är en relativt ny produktkategori som spås växa på grund av storlek, komfort och bättre ljudkvalité. Som exempel på konkurrerande produktkategorier kan nämnas tekniker där vibrationer i strupen eller skullbenet fångas upp. Problemet med att fånga upp vibrationer i strupen är att glapp mot huden kan göra att tekniken inte fungerar i alla lägen.

Supplement

Det finns en hel del andra former av röstkommunikation och hörselskydd. Det största hotet mot Invisio är att militären helt enkelt behåller nuvarande system av exempelvis typen walkie-talkie eller hörselkåpor. Det vore inte förvånande om ett program fördröjdes med två till tre år.

Det finns även smarta hörselskydd som exempelvis Peltor corded earplugs som släpper igenom vanliga ljud men inte hörselskadande ljud.

Ledning och styrelse

Sedan Lars Højgård Hansen tillträdde som VD i juli 2007 har ledningsgruppen varit relativt stabilt och det tror vi har påverkat bolaget positivt. Højgård Hansens bakgrund är stark inom försäljning och han har tidigare varit VP Marketing på GN Netcom och försäljnings- och marknadsansvarig för mobiltelefonutrustning i EMEA för Ericsson Mobile Communications. Højgård Hansen äger runt 1 procent av bolaget.

Förutom VD finns även tre andra i ledningsgruppen: Thomas Larson, som finanschef sedan 2012, Jan Larsen, som produktutvecklingsansvarig sedan 2007, Carsten Aagesen, som försäljningschef sedan 2008 och marknadschef sedan 2011. Thomas Larson var tidigare CFO för Systemtextgruppen och Head of Finance på Doro Nordic. Jan Larsen och Carsten Aagesen har tidigare innehaft olika poster inom GN Store Nord och en rad andra bolag såsom Apple, UnoMedical och Oticon. Sammanlagt äger de tre andra i ledningsgruppen runt 0,7 procent av bolaget.

I styrelsen sitter Lars Röckert som styrelseordförande sedan april 2011. Lars Röckert har en bakgrund som militär och är utbildad vid militärhögskolan på Karlberg. Därefter var han aktiv officer mellan 1974-1984 och sedan anställd inom olika marknads- och försäljningspositioner inom svensk militärindustri på SAAB, Ericsson och Bofors/BAE Systems. Lars Röckert äger mindre än 0,1 procent av bolaget.

En styrelseledamot som äger desto fler aktier är storägaren Lage Jonason med 15,2 procent av Invisio. Lage Jonason har tidigare varit VD för JP Nordiska (nu del av Ålandsbanken) under sex år och suttit i ledningsgruppen inom en rad olika både noterade och onoterade bolag: Holmens Bruk, Scandic Hotel, NetInsight, Posten Kassa & Bank och CityMail. Senaste årtiondet har Lage Jonason varit rådgivare åt, och investerare i, mindre bolag.

Övriga styrelseledamöter är Anders Persson, Mats Warstedt, Annika Andersson och Charlotta Falvin med bakgrund som ingenjörer och ekonomer inom bolag som Net Insight, SAAB, Ericsson, Axis, Doro och Fjärde AP-fonden. Övriga styrelseledamöter äger tillsammans runt 0,2 procent av bolaget.

Marknader

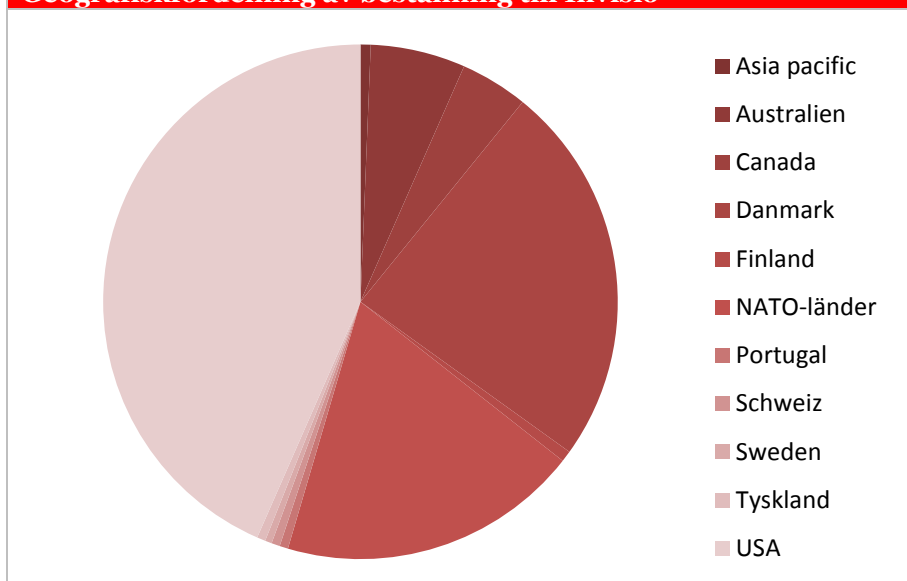
Invisio publicerar löpande de beställningar bolaget får in. Det sker självklart en viss fördröjning mellan att en beställning sker och när det rapporteras som en intäkt. Men, när man tittar på 2012 och 2013 kom det in totalt 133,3 miljoner i beställningar och totala intäkter landade på 128,3 miljoner. Gapet mellan intäkter och beställningar bör växa något över tid, men att siffrorna är hyfsat lika tyder på att Invisio har uteslutande intäkter från de beställningar som bolaget publicerar. Detta gör det extra intressant att analysera bolaget ur ett marknadsperspektiv.

Nedan följer en sammanställning från vilka länder Invisios beställningar från 2010 och framåt kommit in. Fördelningen har skett på ordervärde, och när de inte avslöjat land brukar de skriva NATO-land eller okänt. Vi har antagit att alla okända länder de facto är NATO-länder.

Totalt finns det 28 länder i Nato, varav 5 länder är uttalade Invisiokunder: Canada, Danmark, Portugal, Tyskland och USA. Vidare bör ett antal ytterligare länder rymmas under NATO-länder. Om vi antar att ytterligare 5 länder använder Invisiosprodukter finns det potentiellt ytterligare 18 länder som skulle kunna bli aktuella.

Om vi analyserar storleken på beställningarna framkommer det att det är två länder som har gjort större beställningar; USA och Danmark. De är de länder bland Invisios kunder som hittills har gjort beställningar till den reguljära armén. Övriga beställningar är i ordervärde troligtvis i storleksordningen endast till specialförband.

Geografiskfördelning av beställning till Invisio



Enligt Invisio själva så finns det totalt 40 pågående upphandlingsprogram runt om i världen som motsvarar en beställning i Danmarks storlek, d.v.s runt 20-40 miljoner i initialbeställning och sedan löpande uppföljningsordrar. Det kan ta flera år innan ett upphandlingsprogram verkligen kommer igång och Invisio uppskattar att cirka 3-4 tester av deras produkter kan bli aktuella per år.

Enligt tidsskriften Aramada International pågår en del kända moderniseringsprogram av varierande storlek. De länder som nämns är: USA, Frankrike, Tyskland, Norge, England, Holland, Israel, Italien, Canada, Schweiz, Polen, Tjeckien, Indien, Singapore. Dock nämns inga enhetliga siffror så det är svårt att ge en bra bild på hur stor den potentiella marknaden är, men det är uppenbart att det pågår program och att det finns en marknad för Invisios produkter.

För att ge en uppskattning på hur stort en militärt modereringsprogram kan bli kan vi titta på den största marknaden USA. USA har totalt runt 500 000 aktiva soldater i den amerikanska armén fördelat på 8 arméer. Inom varje armé finns runt 16 brigader, varav 6 består av pansar och artilleribrigader som har annan kommunikationsutrustning. Den beställning som gjordes till Invisio i höstas var på runt 40 miljoner kronor och motsvarade i volym en beställning till ett fåtal brigader. Den andra mindre beställningen på 20 miljoner var förmodligen en uppföljningsorder till samma brigader. Om vi antar att beställningen gjordes till 2 brigader blir teoretiskt maxvärde på USA-marknaden runt 30 miljoner gånger 80 brigader, eller smått otroliga 2,4 miljarder. Nu kommer Invisio sannolikt inte komma upp i närheten av den här summan, men det illustrerar ändå att marknaden som sådan är stor nog att utan problem rymma en spelare som Invisio med en årlig omsättning på runt 200-400 miljoner kronor (jämfört med dagens 85 miljoner).

Prognoser

Invisio säljer en väldigt nischad produkt mot statliga kunder, där den största kakan styrs av stora upphandlingsprocesser. Invisio har visat, sedan omläggningen 2007, att de succesivt kommit närmare och närmare att nå upp till den kritiska massan av beställningar som krävs för att kunna visa vinst. Men, det råder alltid stor osäkerhet kring när i tiden en beställning kommer och även om Invisios produkter ligger helt rätt i tiden kan fördröjningar orsaka stor skada för bolaget. Invisio har visat att de lyckas i stora upphandlingsprocesser och har sålt produkter till två reguljära arméer, den danska och den amerikanska. Vidare har Invisio sedan 2007 sålt till specialförband, som fortsatt kommer vara en viktig intäktskälla framöver.

Försäljning och resultat 2011 - 2016E														
(SEKm)	2011	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14E	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E	2016E
FÖRSÄLJNING	41,5	43,0	27,0	12,4	21,1	24,8	85,3	44,1	35,0	24,9	40,0	144,0	190,9	229,1
EBITDA	-16,1	-20,6	3,0	-4,9	0,4	-3,8	-5,3	7,8	3,2	0,5	3,8	15,3	26,2	42,5
EBIT	-24,2	-25,8	6,5	2,0	-0,7	2,6	10,4	6,5	2,0	-0,7	2,6	10,4	22,2	38,5
Resultat	-28,71	-29,5	0,9	-6,8	-1,6	-3,0	-10,5	5,1	0,7	-2,0	1,3	5,0	17,0	33,3
VPA, SEK	-0,75	-0,77	0,02	-0,17	-0,04	-0,07	-0,26	0,12	0,02	-0,05	0,03	0,12	0,40	0,79
Försäljningstillväxt	26%	4%	n.a	n.a	n.a	n.a	98%	64%	183%	18%	61%	69%	33%	20%
Bruttomarginal	49%	42%	44%	45%	49%	37%	44%	43%	42%	42%	42%	42%	42%	43%
EBIT marginal	-58%	-60%	6%	16%	-4%	10%	12%	15%	6%	-3%	7%	7%	12%	17%
VPA tillväxt (YoY)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	96%
Antal aktier (milj)	38,4	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2

Källa: Redeye Research

I våra huvudprognoser räknar vi med att Invisio lyckas kapitalisera på de framgångar bolaget nått i USA och att bolaget lyckas ta hem beställningar motsvarande utrustning till en till två brigader per år, vilket åtminstone bör ge en större initialbeställning på 40 miljoner kronor uppföljt av en halvstor på runt 20 miljoner kronor. Vi räknar även med att de mindre löpande beställningarna från främst specialförband fortsätter att komma in samt växa något med tiden. För 2014 räknar vi därför med en tillväxt på runt 70 procent jämfört med fjolåret och för 2015 räknar vi med en tillväxt på runt 30 procent. Omsättningen förväntas stabilisera runt 220 miljoner kronor 2016 och därefter växa med 5-15 procent per år ett antal år framöver.

Invisios affärsmodell är väldigt skalbar och fasta kostnader bör vara ungefär i samma nivå som idag även vid väsentligt högre omsättning. Vi räknar dock med att de fasta kostnader kommer öka något med omsättningen. EBIT-marginalen förväntas toppa på runt 20 procent 2017 och därefter falla med tiden p.g.a. ökad konkurrens.

Bruttomarginalen förväntar vi oss kommer att ligga i intervallet 42-45 procent de närmaste åren, med den högre siffran 45 procent åren mellan 2017 fram till 2023, då vi förväntar oss att skalfördelar kommer att sänka inköpspriserna.

Invisio har ett latent skatteavdrag på 300 miljoner, så i våra prognoser kommer Invisio att betala skatt först 2020. När Invisio börjar visa vinst kommer bolaget även att ta upp skatteavdrag som en tillgång på runt 70 miljoner kronor, vilket kommer påverka resultatet positivt men inte kassaflödet.

Värdering och triggers

Invisio är i en väldigt spännande fas av sin utveckling från ett bolag under utveckling till ett bolag med en fungerande och vinstgivande verksamhet. Vi bedömer att Invisio under 2014 kommer att börja visa vinst vilket kommer minska osäkerheten i bolaget avsevärt och därmed öka värdet väsentligt på bolaget. Bolagets affärsmodell är väldigt skalbar vilket gör att en ökning i försäljning även ökar vinsten kraftigt. Det finns en naturlig osäkerhet i affärverksamheten på antalet beställningar, hur stora beställningarna är och när de inträffar, vilket gör att nyckeltal för ett enskilt år kan bli missvisande. Vi kommer därför att både göra en relativvärdering och en nuvärdesberäknande kassaflödesvärdering för att säkerställa en rimlig värdering.

Relativvärdering

Tyvär är samtliga av Invisios konkurrenter privatägda bolaget vilket gör att vi i vår relativvärdering istället har valt att använda oss av tre större hårdvarubolag (två danska hörselhjälpmedelbolag och en svensk kameraövervakningsleverantör) med liknande bruttomarginal. De representerar hur ett stabilt och vinstgivande Invisio borde värderas. Med tanke på Invisio storlek bör även nyckeltalen innehålla viss systematisk marginal mot de större bolagen då en investering i Invisio innebär en högre risk.

Relativvärdering		EV/SALES			EV/EBIT			P/E		
Bolag	Börsvärde	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
GN STORE NORD A/S	28 698	3,7	3,4	3,2	21,1	18,6	16,3	28,5	25,1	21,9
WILLIAM DEMANT HOLDING	33 825	3,3	3,2	3,0	16,9	16,0	14,7	22,0	20,0	18,4
AXIS COMMUNICATIONS AB	13 441	2,7	2,4	2,1	18,4	18,1	14,6	25,1	25,0	20,2
Medel		3,2	3,0	2,7	18,8	17,6	15,2	25,2	23,4	20,2
Invisio	372	3,3	2,8	2,0	neg	38,2	17,3	neg	74,0	21,9

Källa: Redeye Research, Bloomberg

Invisio värderas ungefär på samma nivå som sin referensgrupp när vi tittar på försäljningmultipeln EV / Sales men högre vid EV/EBIT och P/E. Det är rimligt med tanke på hur affärsmodellen ser ut och att Invisio nu håller på att vända till vinst. Vid 2015E ser även Invisio ut att mer harmoniseras mot mer normala nivåer. Men, som vi skrev tidigare beror allt på vilken nivå Invisios försäljning landar på. För 2015 har vi räknat med en försäljning på runt 190 miljoner kronor och för 2014 med en försäljning på 144 miljoner kronor vilket vi anser vara en rimlig bedömning. Men, försäljningen kan både skjutas framåt eller tidigareläggas.

Diskonterade kassaflöden

När vi istället tittar på våra prognosticerade kassaflöden framkommer en liknande bild som vid vår relativvärdering och indikerar ett värde runt 7,5 kronor per aktie (vilket är 1,5 krona högre än tidigare estimat gjorda av Redeye). Det beror på att Invisio har haft ett väldigt gott orderflöde både under föregående och innevarande år, vilket visar att bolaget kan bli valt som leverantörer i de militära moderniseringsprogrammen. Om Invisio samtidigt fortsätter att löpande erhålla mindre beställningar så finns det god anledning att tro att bolaget kan bli ordentligt lönsamt och uppnå en högre stabil nivå på försäljningen.

Risken är dock fortsatt hög och liksom tidigare är DCF-värdet osäkert då framtida intäktpotential är svår att förutspå, även om nuvarande stora orderbok minskar risken i våra prognoser för 2014.

I vår DCF-kalkyl har vi använt en diskonteringsränta (Wacc) på 14,1 procent baserat på Redeye Rating. När Invisio börjat visa på beständig lönsamhet kommer diskonteringsräntan att sänkas och således värdet på det diskonterade kassaflödet att gå upp.

Triggers

Invisio samarbetar med stora radioleverantörer runt om världen och vi skulle inte bli förvånade om det i framtiden skulle komma ett bud på bolaget. Exempelvis köptes norska Nacre upp av Honeywell för några år sedan. Ifall så sker kommer troligtvis bolaget som köper upp Invisio vara beredda att betala en premie givet att den positiva utvecklingen i bolaget fortsätter.

En annan trigger som finns är att det kan komma in beställningar som ligger långt över vad vi prognostiserar. Under rådande förutsättningar har vi varit försiktiga i våra prognoser och räknar med en maximal beställningsstorlek per order på runt 60 miljoner kronor. Men det finns upphandlingsprocesser som skulle kunna generera beställningar på ett par hundra miljoner. Som exempel fick en konkurrent, Nacre, en beställning i storleksordningen på ett par hundra miljoner från US Marine Corp år 2008.

Risker

Politiska risker

De militära upprustningsprogrammen kräver statliga pengar och sker i långa upphandlingsprocesser, vilket gör att det finns en överhängande risk att ett uppgraderingsprogram både kan bli fördröjt eller nedlagt. Det finns även en risk att staterna gynnar nationella aktörer, vilket skulle påverka Invisio negativt. Ifall det skulle bryta ut ett krig finns det en överhängande risk att upphandlingsprocesser blir fördröjda.

Risk för utspädning

Invisios finansiella situation är fortsatt något ansträngd och eget kapital är lågt, soliditeten ligger på 16 procent. Det finns således begränsat med eget kapital att ta av vid en tillfällig nedgång eller fördröjning av beställningar, vilket gör att det finns en överhängande risk för utspädning. Om så händer har Invisio en historik av att genomföra mindre nyemissioner.

Nyckelpersoner

Invisio befinner sig i en väldigt känslig period av kraftig expansion där nyckelpersonerna är en drivande kraft och som samtidigt sitter på information och metoder som är en nödvändighet för fortsatt expansion. Vid ett fränfälle av nyckelpersoner skulle det påverka bolaget negativt.

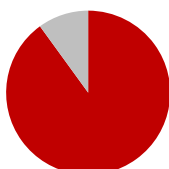
Beroende av större beställningar

Eftersom bolaget är beroende av att få in några större beställningar per år finns en överhängande risk att våra prognoser ligger rätt i belopp, men fel i frekvens. Exempelvis skulle en utebliden stororder under 2015 utan problem kunna påverka försäljning negativt med 60 miljoner och resultatet med runt 25 miljoner utan att bolagets verksamhet förändras nämnvärt.

Sammanfattning Redeye Rating

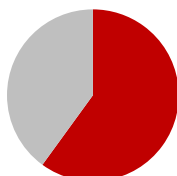
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 9,0p



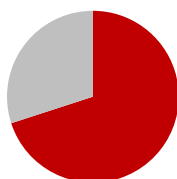
Invisio har ett brokigt förflutet och visar ännu inte vinst. Bolaget utvecklas dock succesivt åt rätt håll. Under senaste par åren har orderflödet blivit klart mer stabilt och ledningen har visat prov på att man styr bolaget åt rätt håll. Den senaste tidens större beställningar från de så kallade moderniseringsprogrammen är lovande. I takt med att Invisio som bolag gör framsteg kommer vi höja denna parameter.

Ägarskap 6,0p



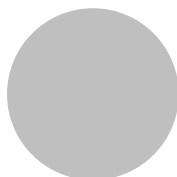
Flera i styrelsen har aktier men i en mindre betydande omfattning. VD har även aktier men vi hade gärna sett ett större innehav. Vi ser även positivt på att flera i bolagets ledning köpt på sig aktier. Bolaget har en stark och aktiv ägare som även varit framgångsrik i att hantera bolagets finansiella situation.

Tillväxtutsikter 7,0p



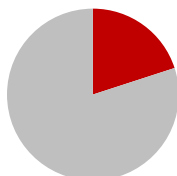
Marknaden för Invisios produkter är mycket stor och Invisio har redan fått beställningar från ett tiotal länder. Vi ser även stor potential för den amerikanska marknaden. Det råder dock en osäkerhet kring hur mogen marknaden för Invisios ändå relativt nischade produkt är samt att bruttomarginalen inte överstiger 50 procent. Vi tror att Invisio tekniska kompetens kan vara svår att kopia vilket även ökar chanserna för bolaget att kapitalisera på marknadspotentialen.

Lönsamhet 0,0p



Bolaget har en svag historik sett ur lönsamhetssynpunkt med avsaknad av svarta siffror på helårsbasis. Studerar man utvecklingen på rullande-12-månadersbasis ser det dock klart mer attraktivt ut. Om bolaget fortsätter att utvecklas på samma sätt som under de senaste kvartalen kommer lönsamheten att upprevideras kraftigt.

Finansiell styrka 2,0p



Då Invisio gått back under de senaste åren har den finansiella situationen varit utsatt och bolaget har behövt hantera en kontinuerligt ansträngd kassa. Värt att nämna är dock att bolaget historiskt hanterat detta under omständigheterna väl. Framöver förväntar vi oss att den finansiella styrkan ökar.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	43	85	144	191	229
Summa rörelsekostnader	-63	-90	-129	-163	-184
EBITDA	-20	-4	15	28	46
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-2	-1	-1	-2
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-4	-4	-5	-5
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-26	-10	10	22	39
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-4	-3	-5	-5	-5
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-29	-13	5	17	33

Skatt	0	3	0	0	0
Net earnings	-29	-10	5	17	33

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	4	9	7	10	28
Kundfordringar	17	16	26	31	27
Lager	3	10	12	13	16
Andra fordringar	2	5	5	5	5
Summa omsättn.	26	40	49	58	76
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	0	0	2	3	4
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	17	17	19	21	23
Övr. anlägg. tillg.	1	1	1	1	1
Summa anlägg.	18	18	21	25	27
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	44	58	71	84	104

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	9	12	22	29	34
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	6	8	8	8	0
Summa kort. skuld	15	21	30	37	34
Räntebr. skulder	31	34	32	21	10
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	46	54	62	58	44
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	-2	4	9	26	59
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	-2	4	9	26	59
Summa skulder och E. Kap.	44	58	71	84	104

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	43	85	144	191	229
Sum rörelsekost.	-63	-90	-129	-163	-184
Avskrivningar	-6	-6	-5	-5	-7
EBIT	-26	-10	10	22	39
Skatt på EBIT	0	2	0	0	0
NOPLAT	-26	-8	10	22	39
Avskrivningar	6	6	5	5	7
Bruttokassaflöde	-20	-2	15	28	46
Föränd. i rörelsekap	-3	-2	-3	1	-2
Investeringar	-6	-7	-8	-9	-9
Fritt kassaflöde	-29	-11	5	19	35

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	-4%	7%	13%	31%	57%
Skuldsättningsgrad	-1 733%	861%	361%	81%	17%
Nettoskuld	27	24	25	11	-18
Sysselsatt kapital	25	28	34	37	41
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.5	2.0	2.3	2.2

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	4%	98%	69%	33%	20%
VPA-tillväxt (just)	-13%	-67%	-147%	238%	96%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	9,1 %	NPV FCF (2013-2015)	44
Betavärde	1,4	NPV FCF (2016-2022)	176
Riskfri ränta	2,0 %	NPV FCF (2023-)	121
Räntepremie	13,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	9
WACC	14,1 %	Räntebärande skulder	-34
		Motiverat värde MSEK	316

Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	10,5 %	Motiverat värde per aktie, SEK	7,5
EBIT-marginal	17,3 %	Börskurs, SEK	8,8

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	0%	0%	78%	98%	78%
ROCE	-76%	-31%	26%	50%	66%
ROIC	-120%	-33%	37%	65%	103%
EBITDA-marginal	-47%	-5%	11%	14%	20%
EBIT-marginal	-60%	-12%	7%	12%	17%
Netto-marginal	-68%	-12%	3%	9%	15%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,77	-0,26	0,12	0,40	0,79
VPA just	-0,77	-0,26	0,12	0,40	0,79
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,70	0,60	0,59	0,27	-0,42
Antal aktier	38,44	40,94	42,24	42,24	42,24

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	200,0	278,3	396,7	383,2	353,8
P/E	-5,9	-24,3	74,0	21,9	11,2
P/S	4,0	3,0	2,6	1,9	1,6
EV/S	4,7	3,3	2,8	2,0	1,5
EV/EBITDA	-9,9	-63,8	25,9	13,9	7,8
EV/EBIT	-7,7	-26,5	38,2	17,3	9,2
P/BV	-96,1	65,2	41,7	14,3	6,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-5,4 %	Omsättning	83,0 %
3 mån	60,0 %	Rörelseresultat, just	♦
12 mån	95,6 %	V/A, just	♦
Årets Början	74,3 %	EK	♦

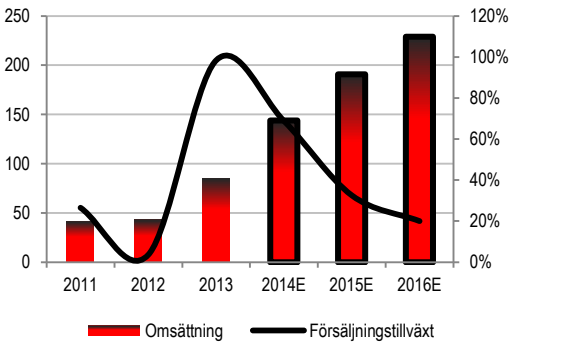
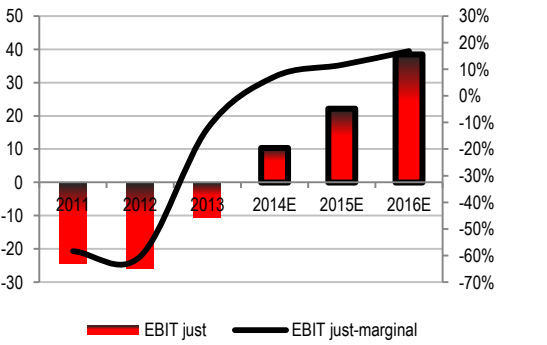
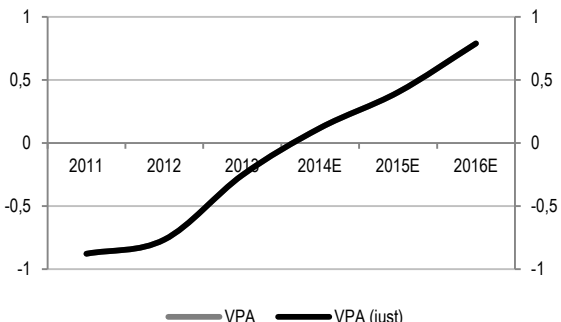
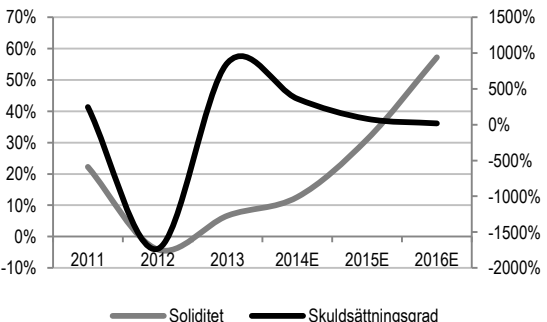
Aktiestructur %	Röster	Kapital
SIX SIS AG	19,6 %	19,6 %
Yggdrasil AB	16,5 %	16,5 %
Lage Jonason, with family	15,2 %	15,2 %
Alecta Pensionsförsäkringar	9,0 %	9,0 %
Swedbank Robur Exportf.	4,6 %	4,6 %
Banque Carnegie Luxembourg SA	3,5 %	3,5 %
SEB Life International Assurance	2,9 %	2,9 %
Origo Quest 1	2,8 %	2,8 %
Svenska Handelsbanken SA	2,7 %	2,7 %
Mangold Fondkommission	2,2 %	2,2 %

Aktien	
Reuterskod	IVSO.ST
Lista	First North Premier
Kurs, SEK	8,8
Antal aktier, milj	42,2
Börsvärde, MSEK	371,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Lars Højgård Hansen
CFO	Thomas Larsson
IR	Lars Højgård Hansen
Ordf	Lars Röckert

Nästkommade rapportdatum	
Q2 report	August 14, 2014
Q3 report	November 06, 2014

Analytiker	Redeye AB
Henrik Senestad	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.senestad@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)	 EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 VPA (grey line), VPA (just) (black line)	 Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Senestad äger aktier i bolaget: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	INVISIO Communications AB är ett publikt företag som är noterat på NASDAQ OMX First North Premier Segment (IVSO), en alternativ aktiemarknad på NASDAQ OMX Stockholm. INVISIO är specialiserat inom röstkommunikation under svåra förhållanden. Företaget utvecklar, tillverkar, marknadsför och säljer kommunikationslösningar som avancerade headset, kontrollenheter och kringutrustning för militärt bruk. Kunderna finns främst inom militär och militära specialstyrkor men även inom polis och insatsstyrkor, räddningstjänst och säkerhetsbranschen. Mer information finns på företagets hemsida www.invisio.com.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.