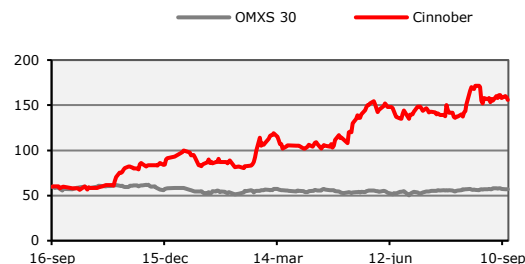


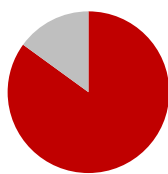
**Sammanfattning**
**Cinnober (CINN.ST)**
**Ny stororder mycket sannolik**

- Bolaget kom med en Q2-rapport som var sämre än väntat. Omsättningen hamnade på 81 miljoner kronor mot förväntade 90 miljoner kronor. EBIT var -7,2 miljoner kronor (väntat 3 miljoner kronor).
- Det finns dock många anledningar till att vara entusiastisk över Cinnobers framtid. Bolaget har spjutspetsteknik inom sin nisch vilket kommer betala sig. En ny stororder ser ut att förverkligas från en ny börsbjässe och bolagets rapporteringstjänster har nu lanserats.
- Efter kvartalets utgång blev en institution storägare vilket drar upp vår rating vad gäller "Ägarskap". Vi har även valt att skruva upp våra estimat en aning för kommande kvartal. Vårt värderingsintervall ligger på 70 – 185 kronor med ett base case på 116 kronor.

Lista: First North  
 Börsvärde: 995 MSEK  
 Bransch: Information Technology  
 VD: Veronica Augustsson  
 Styrelseordf: Nils Robert Persson

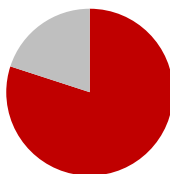

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



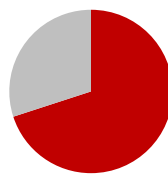
8.5 poäng

Ägarskap



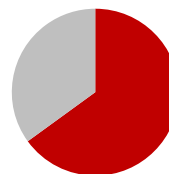
8.0 poäng

Vinstutsikter



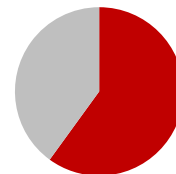
7.0 poäng

Lönsamhet



6.5 poäng

Finansiell styrka



6.0 poäng

**Nyckeltal**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	278	321	356	442	521	Aktiekurs (SEK)	152.0
Tillväxt	117%	16%	11%	24%	18%	Antal aktier (milj)	6.5
EBITDA	-1	20	6	47	61	Börsvärde (MSEK)	995
EBITDA-marginal	0%	6%	2%	11%	12%	Nettoskuld (MSEK)	-49
EBIT	-4	18	4	44	57	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	6%	1%	10%	11%	Dagl oms. ('000)	90
Resultat före skatt	1	15	5	45	58		
Nettoresultat	1	9	3	35	45		
Nettomarginal	0%	3%	1%	8%	9%		
Utdelning/Aktie	0.00	1.00	2.00	2.00	2.00	Analytiker:	
VPA	0.21	1.34	0.42	5.33	6.93	Tomas Otterbeck	
P/E	265.0	40.9	363.8	28.5	21.9	Tomas.otterbeck@redeye.se	
EV/S	1.1	0.9	2.7	2.1	1.7		
EV/EBITDA	Neg	15.0	159.9	19.9	14.8		

**Viktig information:** All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

## 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 vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (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.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. 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 Vinstutsikter är; 1 – 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.

## Högre kostnader i Q2

*Kostnader relaterade till investeringar i bolagets nya affärsområden tyngde resultatet*

Cinnober kom in med en rapport som låg under våra förväntningar. Omsättningen landade på 81 miljoner kronor mot förväntade 90 miljoner kronor. Detta innebär en omsättningstillväxt på omkring 7 procent jämfört med samma period tidigare år. Resultatet efter skatt landade på -7,2 miljoner kronor. Kostnader relaterade till investeringar i bolagets nya affärsområden tyngde resultatet samt externa konsultkostnader för att hantera den höga arbetsbelastningen i pågående projekt.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q1'16	Q2'16E	Utfall*	Diff
<b>Intäkter</b>	<b>82.5</b>	<b>90</b>	<b>81.0</b>	<b>-10%</b>
tillväxt %	15%	16%	7%	
Personalkostnader	-53.0	-56.0	-53.0	5%
Övriga externa kostnader	-28.3	-31.0	-35.7	-15%
<b>EBIT</b>	<b>1.7</b>	<b>3.0</b>	<b>-7.7</b>	
Rörelsemarginal	4%	3%	-10%	

\*Före övriga rörelseintäkter - Källa: Redeye Research, Cinnober

Som vi förväntat oss handlade en stor del av VD-ordet om de investeringar bolaget för närvarande gör i de två nya affärsområden som håller på att etableras, rapporteringstjänsterna samt "client clearing".

### Ny prestigefull stororder sannolikt på ingång

Det mest intressanta som har kommunicerats den senaste tiden var pressmeddelandet som kom efter kvartalets utgång, den 18 juli. Här lät man offentliggöra att Cinnober vunnit ännu en designstudie för en av världens största börsgrupper. Denna innefattar både bolagets lösning för realtidsclearing samt den för värdepappershandel (tradingssystem). Eftersom Cinnober ensamt valts ut för denna designstudie är sannolikheten mycket hög att detta projekt förverkligas, vilket kan innebära framtida intäkter på omkring 200 miljoner kronor inledningsvis.

*Kan innebära framtida intäkter på omkring 200 miljoner kronor inledningsvis*

### Storägare och grundare säljer merparten av innehavet

Den 13 september kommunicerades att en av medgrundarna samt storägaren Gunnar Mjöberg valde att sälja omkring 78 procent av sina aktier till ett pris av 157 kronor per aktie vilket inbringade 48,7 miljoner kronor. Gunnar Mjöberg med närstående ägde före transaktionen 400 900 aktier eller 6,1 procent av kapitalet och äger efter transaktionen 90 900 aktier. Att en person med den bakgrunden i bolaget nu väljer att sälja merparten av sina aktier ses givetvis som en negativ signal.

Insiderförsäljningar är däremot alltid mer svåranalyserade än insidereköp, då det kan finnas många goda anledningar till att man säljer.

Köparen av de 4,7 procent av bolaget som bytt ägare är dock glädjande fonden Swedbank Robur Ny Teknik. Därmed får man in en större institutionell ägare med både långsiktighet och god kapitaltillgång. Detta är något som premieras i vår rating som därmed höjs vad gäller "Ägarskap".

*Köparen av aktieposten är Swedbank Robur Ny Teknik vilket höjer vår rating*

## Det nya Cinnober

Cinnober består idag främst av två affärsområden, ett för trading-lösningen och ett för realtidsclearingen. Cinnober kommer inom en relativt snar framtid bestå av fyra ben, där dess rapporteringstjänster och client clearing, blir två nya affärsområden.

**Rapporteringstjänster:** Genom Cinnobers dotterbolag BOAT, skall banker och mäklarhus kunna rapportera aktieaffärer som sker utanför börsen, för att stärka detta erbjudande har man startat ett samarbete med London Stock Exchange Group (LSEG). Denna typ av rapporteringstjänster väntas börja generera intäkter 2017 och framåt. Under kvartalet har Cinnober valt att aktivera utgifter för utvecklingsarbete, som avser utvecklandet av denna mjukvaruplattform.

Att LSEG är under uppköp av Deutsche Börse bör sannolikt inte vara något som sätter stopp för samarbetet med LSEG. Det kan dock få positiva effekter då en sammanslagning mellan de båda börserna betyder att man samarbetar med en ännu större spelare.

**Client clearing:** Målgruppen inom detta område är banker som agerar mellanhand åt aktörer på finansmarknaden och olika clearinghus. Bankernas nuvarande infrastruktur för att hantera dessa affärer är ålderdomlig, vilket betyder att processerna både är ineffektiva och kostsamma. Det finns därför en tydlig efterfrågan på mer moderna lösningar. Client clearing förväntas bli ett eget affärsområde och ambitionen är att under 2016 lansera erbjudandet tillsammans med en partner.

### Stor potential i de nya affärsområdena

Intäktsmodellen i de båda nya affärsområdena väntas ha en betydligt bättre hävstång än de befintliga. Sannolikt kan de generera lika mycket vinst som de befintliga inom ett par år.

Vad gäller rapporteringstjänsterna kan man förvänta sig en explosionsartad tillväxt redan 2017 då banker och mäklarhus kommer tvingas att hitta en lösning för att anpassa sig till MIFID II. Eftersom Cinnober redan besitter en beprövad teknik för detta, kan man dessutom leverera en lösning utan att ta några större investeringar. Cinnober har därmed i och med MIFID II ett gyllene tillfälle att profitera på den plattform bolaget byggt upp. Tjänsten kommer inte kräva någon större investering i utvecklare men däremot måste bolaget bygga ett supportteam. Hur intäktsfördelningen kommer att se ut mellan Cinnober och LSEG är fortfarande okänt.

Client clearing är ett affärsområde som väntas bli tillväxt drivaren på längre sikt. Potentialen vad gäller intäkter är dock större än i rapporteringstjänsten. Anledningen till att denna affär är mer trögstartad är att efterfrågan i detta fall inte påverkas på samma sätt av MIFID II.

*Nya affärsområden  
väntas leda till en kraftigt  
förbättrad lönsamhet*

*Betydande intäkter från client clearing kan väntas omkring 2018*

Banker kan även antas vara relativt trögrörliga i att anpassa sig till nya tekniska möjligheter. Client clearing kommer dock leda till stora kostnadsbesparingar, en drivkraft som kommer göra att de blir tvungna att anpassa sig förr eller senare. Betydande intäkter för detta affärsområde kan väntas omkring 2018 och kommer kräva större investeringar i personal.

### **TRADEcho - Den nya guldkalven**

Under kvartalet lanserade Cinnober sin rapporteringsprodukt tillsammans med dotterbolaget BOAT och LSEG. Produkten har fått namnet TRADEcho vilken är en MIFID II lösning för flertalet tillgångsslag. Produkten väntas finnas tillgänglig för kunder tidigt under Q1 2017. Bolaget har tillsammans med LSEG bland annat skapat en ny webb och en promotion-video vid lanseringen av produkten i juni. Ett säljteam har även sannolikt påbörjat sitt arbete på allvar.

Vi räknar med att 40- 50 procent av Cinnobers rörelseresultat 2017 kommer att genereras av TRADEcho, då hävstången i detta affärsområde är betydande i jämförelse med deras befintliga affärsområden. Detta gör att TRADEcho kommer bli den viktigaste katalysatorn för Cinnobers aktie det närmsta året. Vi har till en början valt att vara relativt blygsamma i våra estimat för denna produkt/tjänst och är av uppfattningen att vinsten sannolikt kan överraska på uppsidan snarare än nedsidan (mer om detta under avsnittet "Finansiella prognoser"). Cinnober har inte gått ut med hur intäktsplitten ser ut mellan de två bolagen, Cinnoberägda BOAT och LSEG. I denna tjänst slås två tekniska lösningar ihop vad gäller transaktionsrapporter, en som BOAT har skapat och den andra som LSEG skapat. Trots att LSEG får ses som en betydligt starkare och mer välkänd spelare än BOAT så tror vi att man ändå har en intäktsplitt på 50 procent, då BOAT har en dominerande ställning i denna nisch samt troligtvis står för den tekniska tyngden i lösningen. Då Cinnobers tekniska tjänster inte är helt lätta att förstå sig på, tänkte vi försöka förklara erbjudandet som ingår i TRADEcho.

**Transaktionsrapportering:** Man tillhandahåller en helhetstjänst som är automatiserad och följer de nya MIFID II reglerna. Tjänsten reducerar de administrativa kostnaderna för bland annat investmentbanker avsevärt.

**Marknadsdata:** TRADEcho kommer att publicera marknadskurser via London Stock Exchanges marknadsdataflöden. Även andra dataleverantörer kan via en White Label lösning publicera TRADEcho's marknadskurser.

Produkten kommer även tillhandahålla hjälpmedel för att LSE's medlemsbolag skall kunna hjälpa sina kunder med investeringsmandat, motpartrisk med mera. TRADEcho kommer också innehålla ett verktyg för handelsvalidering och riskhantering, för att sedan flaggas och gå direkt till central motpart. En nya webbportal har skapats för att underlätta tjänstens erbjudanden. Vi tror att TRADEcho kommer att dominera denna nisch inom Europa då dess relativt automatiska rapporteringstjänster med redan beprövad teknik kommer att bli det självklara valet för merparten av de berörda aktörerna på den finansiella marknaden.

*Vi tror att TRADEcho kommer att dominera denna nisch inom Europa*

## Marknadssituation

---

Nedan återfinns en kortfattad version av den detaljerade initialanalysen som publicerats på redeye.se. Den beskriver Cinnobers marknadsposition och vår framtidssyn på de befintliga segmenten för Cinnober.

### Oviss framtid för tradingsystemen

Vi ser att större börser köper marknadsplatser mer frekvent än förut, vilket utgör en risk för många av Cinnobers nuvarande och framtida kunder inom tradingsystem. Många av marknadsplatserna är också för små för att Cinnober ska kunna sälja på ett kostnadseffektivt sätt till kund. Därutöver är tekniken för tradingsystemen mättad och långa avregleringsprocesser har gjort att konkurrensnivån är hög.

Fördelen med Cinnober är att de inte enbart fokuserar på en enda börs, utan i princip kan knyta vilken marknadsaktör som helst till sin portfölj. Det gäller så länge de också lyckas paketera sina lösningar på ett kostnadseffektivt sätt för exempelvis mindre marknadsplatser. Regleringsprocesserna försvårar en mer positiv utveckling för marknadsplatserna. Antagligen är också den avregleringsprocess av tradingsystem som gynnat tillväxten i många år över. Främst tror vi att möjligheter för tradingsystem finns i utvecklingsmarknader som Sydamerika, Afrika och på längre sikt Asien. Bolaget kan sannolikt knyta kontrakt med dessa eftersom de andra huvudkonkurrenterna inte har samma förutsättningar. Det beror på den intressekonflikt som kan uppstå när börserna själva försöker leverera tradingsystem. Finanskrisen och införandet av regleringskraven har medfört att efterfrågan på tradingsystemen är lägre, vilket inte ser ut att ändra sig den närmsta tiden. Som nämnts tidigare tror vi att kontrakt inom trading främst kommer att gälla mindre marknadsplatser. Där råder det också en viss osäkerhet om vilken kostnad dessa marknadsplatser är beredda att betala.

*OTC-derivat och dark pool har växt starkt och vi ser gärna att Cinnober drar fördel av detta i framtiden*

Dark pool och marknadsplatser för OTC-derivat har växt starkt både omsättningsmässigt och transaktionsmässigt. Vi kan observera att TESS Connect & Go kan vara en populär lösning men samtidigt vill bankerna gärna kontrollera sina egna lösningar. Däremot kan mindre marknadsplatser antagligen vara en möjlighet för Cinnober men enbart om de lyckas paketera sin lösning på ett kostnadseffektivt sätt i förhållande till de volymer marknadsplatsen har. Då kommer även erbjudandet att bli mer konkurrenskraftigt mot kund. Ännu har inte tillräckligt med kontrakt signerats. Det tyder på att de måste fortsätta konkurrera genom priset på sin paketlösning och knyta nya kontrakt för de mindre marknadsplatserna.

Inom tradingsystem ser vi att de interna systemen är den största konkurrenten till den utarbetade tekniken. De följs av börsaktörers uppköp av marknadsplatser och nischaktörer. Alpha, Burgundy, Turquoise och AMEX är fyra exempel under de sex senaste åren där Cinnober förlorat kunder till börser som vill använda sina egna börssystem. Inriktningen på börser med nationellt ursprung lär dock minska denna risk framöver. I utvecklingsmarknaderna ser vi att Indien kan vara högintressant i och med FTIL:s (Financial Technologies India limited) annonserade bortgång som tradingsystemsleverantör för en mängd börser.



*Starkt men relativt kort track record för Cinnobers real-time clearingsystem bör innebära fler kunder*

*Införandet av effektiva risksystem blir allt mer centralt för att börsaktörer ska vara konkurrenskraftiga*

*EMIR och Dodd-Frank driver effektivare riskhantering som bidrar till efterfrågan av Cinnobers system*

*Relativt oetablerad konkurrens ger fördel i upphandlingsprocesserna*

### **Ljus framtid för Cinnobers clearinglösningar**

För clearingsystemen i allmänhet och för Cinnobers real-time clearinglösning i synnerhet ser framtiden ljus ut. Det framgår av de marknadsplatser bolaget redan tecknat sig för och frigörelsen av kapital för dem. Sannolikt kommer detta också att leda till att fler kunder vill öka sin konkurrenskraft. Cinnober ligger i framkant för realtidsclearing som vi anser kommer att vara den primära tillväxt drivaren. Det gäller i första hand för utvecklingsmarknaderna men också för de större aktörerna i USA och Europa. Dessa länder kommer sannolikt att succesivt bli mer intresserade av tekniken för att bibehålla sin konkurrenskraft. Inträdesbarriärerna för tekniken är relativt stor. Ett par hundra miljoner kronor och åtminstone två-tre års utveckling krävs för att komma i fas med Cinnobers real-time clearingsystem. Vi tror att det kommer att ta minst lika lång tid för en annan aktör att ta fram ett liknande system. Trenden inom clearingsystem är effektiva risksystem där marknadsaktörerna kan uppfylla riskkraven på ett transformativt och effektivt sätt. Tekniken blir därför allt mer central. Antagligen kommer bolaget att behöva fokusera verksamheten mot banker och mäklarhus som efterfrågar clearingsystem snarare än större clearinghus och banker. De har redan system på plats och skulle uppskatta att inte behöva byta system.

Rent regleringsmässigt har EMIR och Dodd-Frank inneburit en effektivisering av riskhanteringen med minskade fördröjningar som konsekvens, vilket ökar efterfrågan på Cinnobers system. Men även marknaden själv har drivit på utvecklingen eftersom motpartsrisik inte behandlats väl. Vi kan se att bolaget kan få kontrakt i flera sydamerikanska, afrikanska och asiatiska börser när dessa kommer att efterfrågas snarare än om. Konkurrensen är hårdare inom banksegmentet än vad den är på clearingsystemmarknaden. Där konkurrerar de egentligen inte direkt med NASDAQ OMX och LSE utan direkt med mindre leverantörer som Calypso och Murex. Vi ser att bolaget har goda möjligheter att dra fördel av utvecklade marknadsplatser som behöver clearingsystem som JSE och BM & FBovespa. Vi anser att NASDAQ OMX, NYSE, Deutsche Börse och LSE inte har samma konkurrensmöjligheter som Cinnober i upphandlingsprocesserna eftersom börsens oberoende då skulle ifrågasättas. Snarare tror vi att dessa leverantörer skulle köpa en del av börserna och sedan sälja in systemet. Samtidigt tror vi att de ovanstående större aktörerna kommer att fortsätta konsolidera marknadsplatserna och optimera dessa nya börser med sina system när de växer till tillräcklig storlek, vilket är ett stort framtida hot för Cinnobers verksamhet.

Jämfört med tradingsystem kan skillnader observeras och det är att uppköp av börser är mer frekvent för kunder inom tradingsystem än för clearingsystem. Detta eftersom marknaden för närvarande är mer konkurrensutsatt inom tradingsystem och mättad med sjunkande handelsvolym.

Clearingsystemen har flera nischaktörer inom clearing som inriktar sig på banker som Calypso och Murex. De är ett större hot i upphandlingsprocesserna än de traditionella börserna som frambringar en intressekonflikt för slutkund istället. Konkurrensen är mindre utpräglad för clearingsystemen än för exempelvis tradingsystem.

Eftersom bolaget är ensamt om sin real-time clearinglösning har man också en konkurrensfördel i upphandlingsprocesserna. För Cinnober utgör det primära hotet från dessa aktörer uppköp som inte har hänt ofta för Cinnobers del. Med striktare regleringar kan troligen ett hårdare konkurrens klimat uppstå när börserna börjar söka konsolideringsmöjligheter.

### **Hård konkurrens för Cinnobers marknadsövervakningssystem framöver**

Framtiden för marknadsövervakningssystem ser mer konkurrensutsatt ut än trading- och clearingsystemen. Efterfrågan på den typen av system börjar bli mättad både för att antalet konkurrenter ökat substantiellt och för att inträdesbarriärerna sannolikt är mindre. Regleringar för ökad transparens gör dock att dessa system efterfrågas allt mer, vilket agerar delvis som motvikt till en hög konkurrensnivå. Med tanke på bolagets order av NYSE förefaller Cinnober ändå starkt positionerat i denna konkurrensutsatta marknad. Även det relativt nyligen annonserade partnerskapet med Ancoa kommer att stärka bolagets närvaro inom denna kategori.



## Finansiella prognoser

Vi bibehåller estimaten om att det kommer två nya större affärer under 2016. En har redan realiserats. Vi känner oss dessutom relativt övertygade om att den andra större affären är på väg att realiseras i och med den designstudie som kommunicerades i juli med en större aktör där Cinnober är det enda bolaget som utvärderas. Om cirka 3-6 månader bör uppstart kunna ske, vilket gör att detta uppdrag borde kunna avlösa JPX-uppdraget och säkra kassaflöden hela nästkommande år och mer därtill. Vi tror att den nya affären kan inbringa omkring 200 miljoner kronor, då detta inkluderar både realtidsclearing- och tradingsystem.

Sannolikt kommer både CR (Change Requests) och utvecklingsintäkterna för mjukvara framöver att vara starka områden med tanke på regulatoriska krav, effektivitet och att samtliga börser har större förändringsarbeten på gång. Det i kombination med kostnadsbesparingsprogrammet gör att vi tror att marginalerna kommer att öka relativt sett med lägre personalkostnader och med konsultkostnader som blir successivt lägre för kvartalen.

### Detaljerade estimat för Cinnober

Vi har valt att skriva upp våra estimat en aning för kommande kvartal. Cinnobers nya storkund JPX kommer sannolikt bidra till ett starkt positivt utfall under 2016 och i synnerhet ge en större försäljningsboost under andra halvan av året samt i början av 2017. Sannolikt är att bolagets rapporteringstjänster börjar bära frukt under 2017 inför att MIFID II träder i kraft 1 januari 2018. Vi tror på en explosiv vinsttillväxt under 2017 både på grund av BOATs marknadspenetration samt att man har LSEG som samarbetspartner. Banker och mäklarhus kan tänkas komma springande då Cinnober har ett rejält teknikförsprång i sin rapporteringslösning tack vara dess välutvecklade plattform. Vi tror att det nya affärsområdet kan tänkas generera intäkter bortåt 100 miljoner kronor under 2017, med en vinstmarginal på runt 30 procent. Dock har Cinnobers BOAT säkerligen en intäktsplitt med LSEG på omkring 50 procent. Detta gör att vi räknar med en intäkt från rapporteringstjänsterna på 50 miljoner kronor på helårsbasis med en EBIT på 15 miljoner kronor.

*BOATS's  
rapporteringstjänster  
kommer sannolikt bidra  
till en explosiv tillväxt  
2017*

Detaljerade estimat 2015 - 2017 (kalenderår)											
SEKm	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15*	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16E	Q4'16E	2016E	2017E
<b>Omsättning</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>321</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>105</b>	<b>356</b>	<b>435</b>
%	-5%	2%	19%	31%	14%	15%	7%	9%	9%	11%	24%
Personalkostnader	-52	-53	-42	-54	-202	-53	-53	-43	-55	-204	-235
%	-74%	-70%	-53%	-57%	-63%	-64%	-66%	-49%	-52%	-57%	-54%
Övriga externa kostnader	-18	-21	-28	-32	-28	-28	-36	-40	-42	-146	-180
%	-26%	-27%	-36%	-33%	-9%	-34%	-44%	-46%	-40%	-41%	-41%
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>8.0</b>	<b>8.7</b>	<b>17.7</b>	<b>1.1</b>	<b>-8.5</b>	<b>3.8</b>	<b>7.3</b>	<b>3.7</b>	<b>43.5</b>
%	-1%	3%	10%	9%	6%	1%	-10%	4%	7%	1%	10%
Nettovinst	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>5.4</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>-7.5</b>	<b>3.1</b>	<b>5.8</b>	<b>2.3</b>	<b>34.5</b>

Källa: Redeye Research

## Värdering

---

I detta avsnitt går vi igenom Cinnobers värdering utifrån en diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) och en scenarioanalys. Vi studerar även möjliga förvärvare av Cinnober.

### DCF-värdering

Vi antar att bolaget lyckas upprätthålla en tillväxttakt om cirka 12 procent under perioden 2016-2022 tack vare etablering av nya affärsområden samt den position man har fått på marknaden. Den tillväxttakten drivs också av större ordrar inom real-time clearingsystem som kompenserar för tradingsegmentets fallande tillväxt. Nya kunder under estimatperioden ger upphov till att de återkommande intäkterna uppgår till hela 65 procent av omsättningen i slutet av 2018. Vi förväntar oss att rörelsemarginalen i genomsnitt kommer att bli något högre och ligga på cirka 10,5 procent under perioden 2017-2022. Den marginalexpansion vi räknar med kommer att ske successivt och drivas av hävstångseffekten i de nya affärsområdena samt av konsult- och personalnedskärningar i och med anpassning till en mognadsfas och mindre tillväxtorientering. Skattesatsen uppgår till 22 procent under perioden 2016 – 2022 men Cinnober kommer inte att för de initiala åren behöva betala skatt för de första 20 miljonerna som blir skattade.

Vi har använt en diskonteringsränta på 9,9 procent vilket baseras på vår Redeye rating.

*DCF-värderingen leder till ett motiverat värde om 116 kronor per aktie*

Vår DCF-värdering leder fortsatt till ett motiverat värde om **116 kronor per aktie**. Det motsvarar vårt base case-scenario i scenarioanalysen (se längre fram).

### Sungard en potentiell förvärvare av Cinnober?

Vid en första anblick kan Cinnober förefalla vara en bra uppköpskandidat, vilket sannolikt beror på deras ledande produktlösningar. Rent praktiskt lär dock en majoritet av kunderna gå ur samarbetet om uppköparen är en större marknadsplats som till exempel NASDAQ OMX eftersom det skulle leda till att bolaget förlorar sin oberoendestämpel. Frågan är då givetvis vad en sådan förvärvare skulle kunna betala för tekniken i sig och hur stor den potentiella marknaden för Cinnobers produkter är. Vi är generellt mer optimistiska till real-time clearingsystemen. Denna marknad är inte lika konkurrensutsatt inom speciellt tier-3-bankerna som ofta söker externa system eftersom de inte har kapaciteten att utveckla sina egna. Tradingsystemen i sin tur omges av hård konkurrens, strikta regleringar och fallande handelsvolym.

*Sungard kan tänkas vara en sannolik förvärvare av Cinnober*

Det mest troliga scenariot är enligt oss att en annan oberoende teknikleverantör ser synergieffekter i bolagets befintliga clearing- och tradingsystem. Vi ser att Sungard har resurserna i form av likvida medel och låneutrymme och med den starkt internationella prägel som både Cinnober och Sungard har skulle det bli ett bra komplement på framför allt clearingsidan. Real-time-clearing skulle kunna förstärka förvärvarens position på ett nytt område och få synergieffekter på deras befintliga client-clearingposition på marknaden.

*Sannolikt skulle Sungard behöva betala en större premie i förhållande till vårt motiverade värde för bolaget*

Vi tror att Sungard sannolikt skulle betala en premie för bolagets befintliga produkter, internationella närvaro och synergieffekter på personalstruktur. Exempelvis är Sungard delägare i Cinnober Quadriserv där de också samarbetar. Sungard skulle sannolikt kunna betala i nivå med vårt bull case på 170 kronor.

Det tredje scenariot är att en PE-firma (private equity) köper Cinnober för att maximera marginalerna eller eventuellt slå ihop en aktör med en annan, som de ser synergier i. Det är viktigt att notera att bolaget inte kapitaliserar några utvecklingskostnader för mjukvara utan att de kostnadsförs direkt. Därför kan det vara något missvisande att bedöma bolagets långsiktiga intjäningsförmåga utifrån inräkningarna av tillväxtinvesteringarna.

## Investment Case

---

Bolaget är idag fördelaktigt positionerat för de regleringskonsekvenser som sker med Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) i Europa och det nya regleringsverket MiFID II som beräknas träda ikraft under 2018 samt Dodd-Frank-regleringen i USA. Dessa regleringar ger upphov till fler krav på transparens, säkerheter och riskhantering som driver efterfrågan på Cinnobers innovativa lösningar.

Clearingsystem efterfrågas alltmer av European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Det leder till mer clearing av transaktioner och ökade krav på transparens och riskhantering. Bolaget har därför skiftat sitt fokus till real-time clearinglösningar som löser dessa problem – och som marknadsledande blir man en konkurrenskraftig leverantör till börser och clearinghus. På längre sikt ser vi även god potential inom clearing för mindre banker (tier 2 och 3) som ofta tvingas använda tredjepartslösningar på grund av kostnadsskäl. Bolaget kan sannolikt uppleva en expansion för rörelsemarginalen eftersom både personalkostnader och konsultkostnader kan dras ned. Denna marginalexpansion kommer troligtvis att ske successivt på längre sikt. Vår bedömning är att bolaget behöver fortsätta sina investeringar i utveckling för att fortsatt kunna erbjuda konkurrenskraftiga och innovativa lösningar.

För tradingsystem har regleringar, lägre handelsvolym, mättad teknik och konsolidering gett upphov till ett hårdare konkurrens klimat men också till en lägre efterfrågan av tradingsystem. Åtstramande regleringar innebär mindre handelsvolym och därför mindre investeringar i tradingssystem till dess att regleringsförändringar och lättnader införts. Sannolikt kommer denna process att dröja i USA och Europa. I och med ovanstående regleringar kommer det att bli viktigt för Cinnober att kunna optimera sina system så att de följer de ofta marknadsunika regulatoriska kraven för att locka kunder.

Cinnober kommer i framtiden stå på fyra ben, där två av dem utgörs av clearing och tradingssystem. De två nya är rapporteringstjänster samt client clearing. Rapporteringstjänsterna tillhandahålls av dotterbolaget BOAT och finner sitt existensberättigande i de nya regleringarna via MiFID II. Vi väntar oss en flygande start för rapporteringstjänsterna under 2017 och en mer trögstartad start för client clearing men ändå mer uthållig tillväxt. Båda väntas ge en marginalförbättring för bolaget i stort.

De stora riskerna är att Cinnobers kunder som marknadsplatser, börser och banker använder sina egna interna system istället för kundanpassade system. Det skulle i så fall påverka intäkterna för mjukvaruutveckling och ge ett större utfall i omsättningen. Även CR (intäkter från ändringsbegäran) kan sjunka i och med budgetåtstramning, fluktuerande intensitet och osäkerhet när det gäller regleringskraven. Historiskt sett har också uppköp gjorts där bolagets kunder har bytt system. Det innebär en risk även om den minskat nu när de omsättningsmässigt större kunderna ofta har en lång historia av nationellt ägande.

## Scenarioanalys

Vi bygger upp vår värdering utifrån tre scenarion som bygger på analys och tidigare resonemang: Bear-scenarion (negativt), base-scenarion (mest sannolikt), bull-scenarion (positivt).

### Bear case-scenarion – 70 kronor

- Bolaget får i genomsnitt en större order vartannat år under perioden 2017-2022, främst inom clearingsystem och tillväxtmarknader som Indien, Kina och Sydafrika.
- Bolaget börjar förlora sitt försprång inom clearingsystem vilket leder till att tillväxttakten mellan perioden 2017-2022 i genomsnitt blir 2 procent.
- Verksamheten blir mer volatil omsättningsmässigt i och med ett mindre antal order som i sin tur beror på fallande efterfrågan på tradingssystem till följd av sviktande volymer och etablerad teknik. Bolaget förlorar kunder på grund av uppköp då konkurrenssklimatet förblir fortsatt tufft på både clearing- och tradingssystemsidan.
- Bolaget möter hård konkurrens inom tradingssystemen samtidigt som regleringarna ger upphov till mindre investeringar och det blir svårt att paketera lösningar till bankerna. Det leder till att bolaget upprätthåller en rörelsemarginal på 2 procent mellan perioden 2017 – 2022.
- I fallet med BOAT och dess rapporteringstjänster antar vi att affärsområdet misslyckas och att andra aktörer börjar inkräkta med liknande tjänster vilket utgör en del av den tröga tillväxten.
- Affärsområdet för client clearing blir också det en mindre lyckad satsning på grund av bankernas ovilja att förändra sig samt på kort sikt.
- Bolaget upprätthåller sin nuvarande nivå av återkommande intäkter på 55 procent till slutet av 2018.
- Diskonteringsräntan uppgår till 9,9 procent med en sannolikhet på 25 procent, vilket leder till ett motiverat värde på 70 kronor.

### Base case-scenarion – 116 kronor

- Bolaget lyckas ta hem i genomsnitt två större ordrar per år från främst utvecklingsmarknaderna i Asien, Afrika och Sydamerika men även utvecklade marknader. Samt 3-4 stycken mindre eller mellanstora ordrar per år inom den, som vi tror, växande OTC-derivatmarknaden samt tier 2- och 3-banker. Dessa större ordrar kommer framför allt att vara inom Cinnobers real-time clearinglösningar där de senaste kunderna agerar referenskunder.
- Tillväxten leds av regleringarnas efterfrågan (EMIR, MiFID II och Dodd-Frank) på bättre riskhantering som görs på årsbasis där Cinnobers lösningar är i framkant – och av möjligheten att integrera tillgångsslagen i en plattform.
- Det nya affärsområdet gällande BOAT- rapporteringstjänsterna med partnern LSE får en flygande start redan under 2017 vilket framförallt får stor effekt på bolagets lönsamhet.

- Affärsområdet gällande ”client clearing” får en trögare start än BOAT-rapporteringen då tjänsten inte är en ”must have” på grund av MIFID II. På längre sikt blir dock denna affär en god tillväxt drivare samt ger en vinstmarginalförbättring för bolaget i stort.
- Fortsatt hårt konkurrens klimat för tradingssystemen där lägre inträdesbarriärer, mättad teknik och konsolidering på marknaden är anledning till att tradingssystemen visar en viss negativ tillväxt.
- Bolaget uppnår cirka 65 procent återkommande intäkter till slutet av 2018 med hjälp av en stabil orderingång som leder till en förhöjd andel återkommande intäkter.
- Bolaget lyckas med en marginalexpansion tack vare medvetet kostnadsfokus på främst konsult- och personalkostnader som ändå leder till att tillväxten ökar. Cinnober lyckas utveckla sina standardiseringar och får kostnadssynergier när kundbasen ökar vilket leder till att marginalerna fortsätter att stiga successivt under perioden 2016-2022.
- Detta leder till att bolaget uppnår en genomsnittlig omsättningstillväxt på 12 procent och en vinstmarginal på cirka 9-10 procent under perioden 2017-2022.
- Diskonteringsräntan uppgår till 9,9 procent med en sannolikhet på 50 procent, vilket leder till ett motiverat värde på 116 kronor per aktie.

**Bull case-scenario – 185 kronor**

- Bolaget lyckas ta in minst två större order om året med ett momentum på upp till ytterligare två order om året i försäljning av clearingsystem till såväl utvecklingsmarknaderna som Amerika och Europa som inser att de måste börja konkurrera med LME Clear- och BM&FBOVESPA-lösningar.
- Cinnober lyckas sälja tradingssystem till utvecklingsmarknader, exempelvis Indien etcetera, vilket gör att bolaget också får en nettotillväxt i detta segment. Förtroendet för marknaden återställs i och med regleringarna vilket ökar handelsvolymerna. Identifiering av marknadstrender i tid leder till viss nettotillväxt.
- BOAT lyckas successivt öka antal tillgångsslag i sin portfölj samtidigt som bolaget lyckas paketera sina lösningar mot ett 40-tal kunder. Tillväxten kompenseras dock delvis av att fler aktörer börjar se fördelar med att gå in i marknaden på längre sikt. Affärsområdet för BOAT-rapportering växer explosionsartat under 2017 och 2018 med en mycket god hävstångseffekt då bolagets etablerade teknikplattform gör att personalkostnaderna kan hållas ned.
- Affärsområdet för client clearing växer långsamt men stabilt under 2018 och framåt. Även detta affärsområde bidrar med en positiv effekt till lönsamheten för bolaget i stort.
- Bolaget lyckas via personal- och konsulteffektiviseringar höja sin befintliga marginal på kort sikt utan att tillväxten skadas – också i ett regleringsintensivt klimat. Bolaget väljer att kapitalisera en del av sina utvecklingskostnader vilket höjer marginalerna.

- När bolaget når volym i antal kunder kommer man att kunna se allt fler möjligheter att standardisera sina lösningar, vilket bör betyda marginalförbättringar över tid. Det resulterar i en genomsnittlig rörelsemarginal på 13 procent under perioden 2017 - 2022.
- Cinnober når cirka 70 procent i återkommande intäkter tack vare den höga orderingången. Därutöver leder regleringsklimatet till att en effektiv och oberoende leverantör som Cinnober efterfrågas.
- När bolaget når volym i antal kunder kommer man att kunna se allt fler möjligheter att standardisera sina lösningar, vilket bör betyda marginalförbättringar över tid. Det resulterar i en genomsnittlig rörelsemarginal på 13 procent under perioden 2017 – 2022 och en genomsnittlig tillväxttakt på strax under 16 procent per år under perioden.
- Diskonteringsräntan uppgår till 9,9 procent med 25 procent med 25 procent sannolikhet, vilket leder till ett motiverat värde på 185 kronor.



## Sammanfattning Redeye Rating

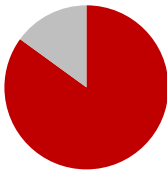
---

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

### Ratingförändringar i denna rapport:

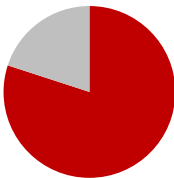
Bolaget har fått en större institutionell ägare, nämligen fonden Swedbank Robur Ny Teknik, vilket leder till 1 poäng högre rating i "Ägarskap".

Ledning 8.5p



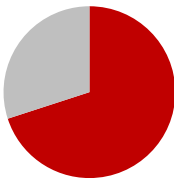
Fördömlig ledning med god historisk anknytning till bolaget. VD har jobbat på Cinnober de senaste 12 åren samt en av grundarna Penter Lenti jobbar nu som CTO. Bolaget har levererat en CAGR om 14 procent i omsättningstillväxt utan några nyemissioner och ledningen har lyckats finansiera sin tillväxt med sitt befintliga kassaflöde. Cinnober har haft några byten i ledningen men har ändå kunnat identifiera marknadstrender i tid och får nu kontrakt av investeringarna inom clearingsystemen.

Ägarskap 8.0p



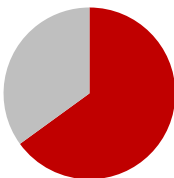
Utspridd ägarkrets som består av privatpersoner. Många av huvudägarna är engagerade i styrelsen eller ledningen. Ägarna har god erfarenhet av branschen och vissa av dem är aktivt engagerade i verksamheten. Bolaget har en större institution som ägare, nämligen fonden Swedbank Robur Ny Teknik.

Vinstutsikter 7.0p



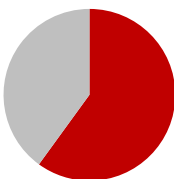
Cinnober agerar som en av de få oberoende aktörer men möter hårda regleringskrav som inte främjar aktiviteten för investeringar hos marknadsplatserna utan snarare konsoliderar marknaden. Avregleringsfasen med MiFID I är över och nu sjunker handelsvolymerna. För råvaror har dock handelsvolymerna ökat under senare period. MiFID II kommer bidra till ännu mer regleringar för samtliga tillgångsslag. EMIR driver clearing av fler tillgångar vilket är positivt för bolagets erbjudande inom clearingsystem. Regleringar öppna möjligheter på kortare sikt i form av nya krav som kan leda till att en oberoende leverantör som Cinnober kan knyta kontrakt med mindre marknadsplatser och mäklarhus. De nya affärsområden som skapats inom BOAT med rapporteringstjänster samt Client clearing väntas driva på tillväxten framöver samt förbättra lönsamheten i bolaget.

Lönsamhet 6.5p



Bolaget har inte haft ett förlustår de senaste 10 åren med stark bakomliggande tillväxt. Relativt stark kassaflöde före förändringar i rörelsekapital men efter investeringar vilket beror på att bolaget haft stigande kundfodringar som berott på ökat antal ordrar. Cinnober kapitaliserar inte sina utvecklingskostnader för att driva tillväxten vilket gör att bolagets lönsamhet är lågt i förhållande till konkurrenterna.

Finansiell styrka 6.0p



Cinnober har en relativt stark balansräkning med inga räntebärande skulder och en relativt liten nettokassa om cirka 20 miljoner kronor. Bolaget är beroende efter efterfrågan för clearing och tradingsystem samt upprätthållande av antal CR intäkter som beror på budget hos kunderna och efterfrågan efter nya tjänster. Bolaget behöver i framtiden vinna order för att upprätthålla sin omsättningsnivå och därmed kunna vara lika välkapitaliserat som det är idag.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	278	321	356	442	521
Summa rörelsekostnader	-279	-301	-350	-395	-461
<b>EBITDA</b>	<b>-1</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>47</b>	<b>61</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-3	-2	-2	-2	-3
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>44</b>	<b>57</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	-3	1	1	1
Valutakursdifferenser	0	2	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>45</b>	<b>58</b>
Skatt	1	-6	-2	-10	-13
<b>Nettoreultat</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>35</b>	<b>45</b>
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	54	58	49	68	98
Kundfordringar	80	109	142	177	234
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	65	35	35	35	35
<b>Summa omsätt.</b>	<b>199</b>	<b>202</b>	<b>226</b>	<b>280</b>	<b>368</b>
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	6	6	8	11	13
Finansiella anl.tillg.	1	1	1	1	1
Övriga finansiella tillg.	37	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>43</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
Uppsk. skatteford.	0	1	1	1	1
<b>Summa tillgångar</b>	<b>243</b>	<b>211</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>383</b>
<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	23	112	142	177	234
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	101	7	7	7	7
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>184</b>	<b>242</b>
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>184</b>	<b>242</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	<b>118</b>	<b>91</b>	<b>87</b>	<b>109</b>	<b>141</b>
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>118</b>	<b>91</b>	<b>87</b>	<b>109</b>	<b>141</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>243</b>	<b>211</b>	<b>237</b>	<b>293</b>	<b>383</b>
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	278	321	356	442	521
Sum rörelsekost.	-279	-301	-350	-395	-461
Avskrivningar	-3	-2	-2	-2	-3
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>44</b>	<b>57</b>
Skatt på EBIT	1	-7	-1	-10	-13
<b>NOPLAT</b>	<b>-3</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>34</b>	<b>45</b>
Avskrivningar	3	2	2	2	3
<b>Brutokassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>37</b>	<b>48</b>
Föränd. i rörelsekap	63	-4	-3	0	0
Investeringar	-2	34	-5	-5	-5
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>61</b>	<b>43</b>	<b>-3</b>	<b>32</b>	<b>43</b>
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	49%	43%	37%	37%	37%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-54	-58	-49	-68	-98
Sysselsatt kapital	63	32	37	40	41
Kapit. oms. hastighet	1.1	1.5	1.5	1.5	1.4
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	117%	16%	11%	24%	18%
VPA-tillväxt (just)	-93%	548%	-69%	1,177%	30%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	9.9 %	NPV FCF (2016-2018)	59
		NPV FCF (2019-2025)	243
		NPV FCF (2026-)	400
		Rörelsefrämjade tillgångar	58
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	761
Antaganden 2016-2022			
Genomsn. förs. tillv.	12.1 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>116.3</b>
FRIT-marginal	9.0 %	Rörskurs, SEK	152.0

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	1%	8%	3%	36%	36%
ROCE	-3%	19%	5%	46%	46%
ROIC	-2%	17%	7%	93%	113%
EBITDA-marginal	0%	6%	2%	11%	12%
EBIT-marginal	-1%	6%	1%	10%	11%
Netto-marginal	0%	3%	1%	8%	9%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	0.21	1.34	0.42	5.33	6.93
VPA just	0.21	1.34	0.42	5.33	6.93
Utdelning	0.00	1.00	2.00	2.00	2.00
Nettoskuld	-8.27	-8.88	-7.45	-10.39	-15.04
Antal aktier	6.54	6.54	6.54	6.54	6.54

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	305.5	301.5	945.5	926.3	895.9
P/E	265.0	40.9	363.8	28.5	21.9
P/S	1.3	1.1	2.8	2.3	1.9
EV/S	1.1	0.9	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA	-320.0	15.0	159.9	19.9	14.8
EV/EBIT	-83.9	17.0	254.5	21.0	15.6
P/BV	3.0	4.0	11.4	9.1	7.0

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	-10.6 %	Omsättning	13.2 %
3 mån	9.0 %	Rörelseresultat, just	◆
12 mån	154.4 %	V/A, just	41.9 %
Årets Början	52.0 %	EK	-14.2 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Nils-Robert Persson (inkl familj och bolag)	18.6 %	18.6 %
Gunnar Lindell (inkl bolag)	8.9 %	8.9 %
Nortal Capital AB	7.3 %	7.3 %
Peter Lenti (inkl familj)	5.0 %	5.0 %
Peter Snellman (inkl familj)	4.9 %	4.9 %
Swedbank Robur Ny Teknik	4.7 %	4.7 %
Unionen	4.0 %	4.0 %
Humble Fonder	3.3 %	3.3 %
Patrik Enblad	2.8 %	2.8 %
Magnus Grafström	2.6 %	2.6 %

Aktien	
Reuterskod	CINN.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	152.0
Antal aktier, milj	6.5
Börsvärde, MSEK	994.5

Bolagsledning & styrelse	
VD	Veronica Augustsson
CFO	Johan Rönneberg (tf)
IR	Fredrik Backlund
Ordf	Nils Robert Persson

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 10, 2016
FY 2017 Results	February 23, 2017

Analytiker	Redeye AB
Tomas Otterbeck	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
Tomas.otterbeck@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
<table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning</th> <th>Försäljningstillväxt</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~120</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~280</td> <td>~120%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~320</td> <td>~20%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~360</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~440</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~520</td> <td>~25%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning	Försäljningstillväxt	2013	~120	~0%	2014	~280	~120%	2015	~320	~20%	2016E	~360	~25%	2017E	~440	~25%	2018E	~520	~25%	<table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just</th> <th>EBIT just-marginal</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~-2</td> <td>~-2%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-2</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~18</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~4</td> <td>~2%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~45</td> <td>~11%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~58</td> <td>~11%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just	EBIT just-marginal	2013	~-2	~-2%	2014	~-2	~0%	2015	~18	~6%	2016E	~4	~2%	2017E	~45	~11%	2018E	~58	~11%
År	Omsättning	Försäljningstillväxt																																									
2013	~120	~0%																																									
2014	~280	~120%																																									
2015	~320	~20%																																									
2016E	~360	~25%																																									
2017E	~440	~25%																																									
2018E	~520	~25%																																									
År	EBIT just	EBIT just-marginal																																									
2013	~-2	~-2%																																									
2014	~-2	~0%																																									
2015	~18	~6%																																									
2016E	~4	~2%																																									
2017E	~45	~11%																																									
2018E	~58	~11%																																									
<b>Vinst Per Aktie</b>	<b>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</b>																																										
<table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA</th> <th>VPA (just)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~3</td> <td>~3</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~1</td> <td>~0.5</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~1.5</td> <td>~1.5</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~1</td> <td>~0.5</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~5.5</td> <td>~5.5</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~7</td> <td>~7</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2013	~3	~3	2014	~1	~0.5	2015	~1.5	~1.5	2016E	~1	~0.5	2017E	~5.5	~5.5	2018E	~7	~7	<table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet</th> <th>Skuldsättningsgrad</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~55%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~45%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~40%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~38%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~38%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~38%</td> <td>~0%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet	Skuldsättningsgrad	2013	~55%	~15%	2014	~45%	~0%	2015	~40%	~0%	2016E	~38%	~0%	2017E	~38%	~0%	2018E	~38%	~0%
År	VPA	VPA (just)																																									
2013	~3	~3																																									
2014	~1	~0.5																																									
2015	~1.5	~1.5																																									
2016E	~1	~0.5																																									
2017E	~5.5	~5.5																																									
2018E	~7	~7																																									
År	Soliditet	Skuldsättningsgrad																																									
2013	~55%	~15%																																									
2014	~45%	~0%																																									
2015	~40%	~0%																																									
2016E	~38%	~0%																																									
2017E	~38%	~0%																																									
2018E	~38%	~0%																																									
<b>Intressekonflikter</b>	<b>Verksamhetsbeskrivning</b>																																										
<p><b>Tomas Otterbeck äger aktier i Cinnober: Ja</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Cinnober tillhandahåller verksamhetskritiska systemlösningar och tjänster till framförallt internationella börser och clearinghus. Bolaget är sedan starten 1998 oberoende från övriga marknadsaktörer. Affärsidén, som är att erbjuda en produkt som är gjord för att kunna kundanpassas eller skräddarsys, kvarstår oförändrad sedan starten. Bolaget arbetar med aktörer över hela världen – välrenommerade, sedan decennier etablerade, marknadsplatser såväl som helt nya satsningar. På senare år har målgruppen successivt breddats och innefattar numer även banker och mäklarhus.</p>																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. 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 kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, 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**

Redeys 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 Redeys 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 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- 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 Redeys analysbevakning**

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys 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 objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2016-09-19)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	43	20	7	17
3,5p - 7,0p	70	61	91	35	45
0,0p - 3,0p	6	14	7	76	56
Antal bolag	118	118	118	118	118

\*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.