



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 11 November 2021

Raketech Group

Stark trading update ger bränsle åt höjning

Krossar marknadens förväntningar

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,6m jämfört med konsensus om EUR 9,2m vilket motsvarar en organisk tillväxt om 25,6%. Tillväxten är driven av svenska och utomeuropeiska tillgångar. Justerad EBITDA uppgick till EUR 4,4m, vilket motsvarar en marginal om 46%, jämfört med konsensus om EUR 3,8m. Trots att vi har legat i den övre delen av konsensus överträffas våra estimat, främst ifråga om lönsamhet.

Upplagt för stark avslutning

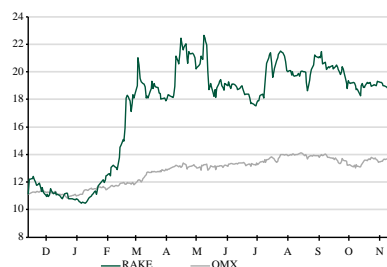
Efter hänsyn till förvärv och en stark trading update höjer vi estimaten på innevarande år med ca 3%. Intäkterna i oktober skulle på kvartalsbasis motsvara Q4-estimatet. Vi bedömer att tillträden av förvärv samt säsongeffekter kommer att accelerera tillväxten. Kommande två år höjer vi omsättningen med ca 14%. Då finansiella kostnader och antalet aktier stiger höjer vi EPS med ca 12%.

Fortsatt stor potential i aktien

Vi höjer vårt motiverade värde till 29–31 kr ifrån 27–28 kr. Anledningen är det starka operationella momentum som bolaget befinner sig i. Vår DCF-analys har stöd i vår relativvärdering där affiliatesektorn på Stockholmsbörsen ex. Raketech har upplevt en viss multiplexpansion. På vår målkurs handlas aktien till en 10-procentig rabatt jämfört med Catena Media.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Delårsrapport Q4'21 2022-02-16		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	29.0 - 31.0	
Bolagsfakta (EURm)		Omsättning, mkr	29	40	51	54	Aktiekurs	€2.1
Antal aktier	42m	Tillväxt	23%	35%	27%	6%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	89	EBITDA, mkr	12.2	16.7	22.1	23.7		
Nettoskuld	26	EBIT, mkr	7	10	16	17		
EV	114	EPS, justerad	0.1	0.2	0.3	0.3		
Daglig handelsvolym, snitt	57(k)	EPS tillväxt	(22)%	44%	60%	11%		
Reuters/Bloomberg	RAKE.ST/RAKE.SS	EK/aktie	1.7	2.0	2.3	2.7		
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	22.5%	25.1%	31.0%	32.2%		
		ROE	8.6%	11.4%	14.9%	14.5%		
		ROCE	5.9%	8.1%	9.2%	9.9%		
		EV/Sales	3.9x	2.9x	2.3x	2.1x		
		EV/EBITDA	9.3x	6.8x	5.2x	4.8x		
		EV/EBIT	17.3x	11.5x	7.3x	6.6x		
		P/E, justerad	15.8x	11.0x	6.9x	6.2x		
		P/EK	1.3x	1.0x	0.9x	0.8x		
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
		FCF yield	3.0%	(19.4)%	14.2%	16.2%		
		Nettosk./EBITDA	0.9g	2.0g	1.1g	0.5g		

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Stark trading update ger bränsle åt höjning

Investment Case

Raketech är ett bolag inom prestationsbaserad marknadsföring (affiliation) inriktat på iGaming. iGaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning där covid-19-pandemin har accelererat tillväxten. Affiliatebolagen är den undersektion av iGaming med lägst värdering trots en hög cash conversion. Vi anser att den låga värderingen beror på att bolagen historiskt har underpresterat i relation till aktiemarknadens förväntningar p.g.a. ogynnsamma förvärv och suboptimal kapitalstruktur. Vi bedömer att Raketech nu har genomgått ett städarbete och står redo att möta en hög strukturell tillväxt. Vi ser därför ett motiverat värde om 29–31 kr.

Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer likt Kindred och Betsson, med slutkunder. Bolaget får betalt genom en engångssumma per deponerande kund eller genom att ta en del av spelöverskottet på den kund man slussar till operatören. Marknadsföringsformen affiliation är framförallt vanlig på marknader med hög tillväxt då det ofta är den första kanalen som öppnas upp. Därtill är den flexibel på tillväxtmarknader där reglering saknas. Den främsta tillväxtmarknaden för svenska bolag är i dagsläget USA där Raketech genom förvärv är närvarande. Andra viktiga tillväxtmarknader är Japan och Sydamerika.

Globalt sker endast strax under 10% av all "gambling" online, resten sker på fysiska casinon eller via spelbutiker. Tillväxten för iGaming-sektorn drivs därför av två faktorer, dels ökat spelande när ekonomin växer, dels att det spelas online istället för offline. Affiliation är den främsta formen av marknadsföring på oreglerade marknader där denna konvertering är som störst.

Affiliatebolagen i allmänhet och Raketech i synnerhet tillhör de lägst värderade i spelbolagens värdekedja. När sektorn under 2019 började se regulatoriska motgångar ledde detta till att affiliatebolagen föll kraftigt. Värderingen är delvis ett resultat av att flera aktörer under en tid hade kraftig omsättningstillväxt, men låg vinsttillväxt, då utspädning tagit ut sin rätt. Vi bedömer att Raketech nu har städad upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten från bl.a. den amerikanska marknaden.

Värdering

Vi har valt att värdera Raketech genom en relativvärdering och en DCF och ser ett motiverat värde om 29–31 kr. Vi ser följande drivkrafter som centrala för att aktien ska nå denna kurs:

- Fortsatt hög tillväxt i USA eller på andra reglerade marknader: Vi bedömer att marknaden värderar reglerade intäkter till ett premium jämfört med oreglerade marknader.
- Förvärvsagenda: Bolaget är tydliga med att om man ska nå sitt mål om en tillväxt på 30%, bör ca 20% tillväxt förvärvas varje år. Vi ser förvärv på rätt marknader och med kontanter, snarare än aktier, som en tydlig kurstrigger.

Bolagsfakta

Största aktieägare

Martin Larsson (Chalex AB)
Tobias Persson Rosenqvist
QM Media AB
Övriga

Ordförande

CEO

CFO

IR

Hemsida

Aktier

10,0%

9,8%

9,4%

63,7%

Ulrik Bengtsson

Oskar Mühlbach

Måns Svalborn

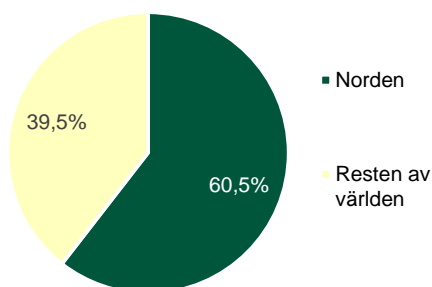
Måns Svalborn

www.Raketechn.com

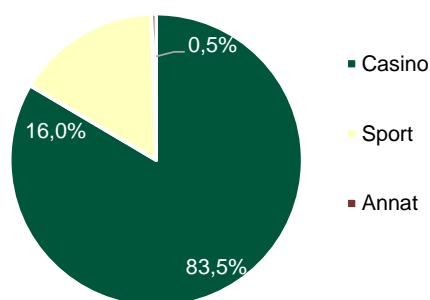
Estimatförändringar

	2021	2022	2023
Omsättning	3%	14%	14%
EBITDA	3%	12%	12%
EPS	0%	12%	12%
Δ omsättning	1	6	7
Δ EBITDA	1	2	3

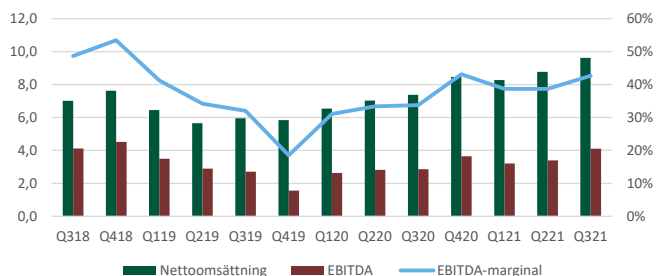
Geografisk fördelning av intäkter Q3'21



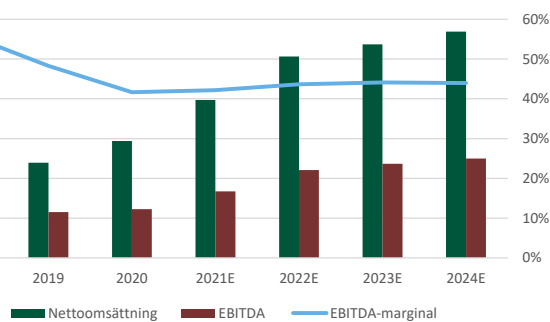
Operativa segment Q3'21



Försäljning och EBITDA q/q (EURm)



Försäljning och EBITDA q/q (EURm)



Källa: Raketechn, EPB

Kvartalet i detalj

Omsättningen var något under våra estimat, EUR 9,6m mot 10,2m. Det motsvarar en organisk tillväxt om 25,6% drivet av bl.a. den svenska marknaden. Avvikelsen från våra estimat går främst att härleda till tillträdet av QM Media och Infinileads. Justerad EBITDA uppgick till EUR 4,4m, vilket var i linje med våra estimat, till följd av en stark bruttomarginal om 72% samt god kostnadskontroll. Intäkter från icke nordiska länder uppgick till 60,5% ifrån 80,4% jämfört med föregående år. Andelen sport steg till 16% från 11% föregående år.

Bolaget har inlett Q4 starkt, intäkterna i oktober uppgick till EUR 3,8m och EBITDA-marginalen till 45%. Detta skulle indikera en tillväxt om 34% y/y. Vi bedömer att tillväxten kommer att accelerera till följd av slopade restriktioner kopplat till onlinecasino i Sverige samt att den senare delen av Q4 historiskt varit starkare y/y.

Genomgång förvärv

Nedan följer en genomgång av de senaste förvärven bolagen gjort.

Under Q3 har två förvärv tillträtts, QM Media och Infinileads.

- Infinileads väntas tillföra minst EUR 1,2m i försäljning och har en EBITDA marginal om 70%
- QM Media väntas tillföra minst EUR 5m och har en EBITDA marginal om 60%
- Förvärven kommer öka EBITDA-marginalen med ca 4% enheter

Vi ser positivt på att förvärven enligt Raketechs prognoser kommer att vara "avbetalade" efter 4 år. Detta till följd av bolagens höga lönsamhet. Kan detta uppnås visar Raketech att man har god möjlighet att genomföra förvärv och rabatten jämfört med Better Collective bör minska.

En annan intressant aspekt med förvärven är att de ökar diversifieringen i Raketechs verksamhet:

- **Infinileads:** Bolaget ger Raketech en initial exponering mot Sydeuropa och i framtiden de latinamerikanska marknaderna som ses som nästa stora tillväxtmarknad för spel. Bolaget erbjuder även Free2Play-slots vilket breddar Raketechs verksamhet.
- **QM Media:** Bolaget är främst aktiv på den amerikanska marknaden vilket vi anser kan minska rabatten i Raketech jämfört med t.ex. Better Collective. Utöver de amerikanska tillgångarna äger bolaget en intressant tillgång fokuserad på cricket betting i Indien. Lönsamheten är även högre än Raketechs vilket stödjer våra estimat om en stigande EBITDA-marginal.

Efter kvartalets utgång har Raketech Förvärvat tillgångarna av A.T.S. Consultants för en köpeskilling om USD 15,5m. ATS är ett amerikanskt affiliatebolag med fokus på sport. Efter transaktionen kommer ca 20% av Raketechs intäkter att härröra från USA och 35% från sport.

Raketech betalar ca 6x EBITDA LTM eller 2,5x försäljningen LTM. Förvärvet kassafinansieras med USD 12m och resterande del med aktier. Aktierna är låsta på 36 månader och på dagens kurs innebär det en utspädning om ca 3–4%.

Vi ser positivt på de nya amerikanska tillgångarna då dessa förutom traditionell affiliateverksamhet har inslag av B2C-verksamhet där privatpersoner prenumererar på sportfakta och vadslagningstips. Vi bedömer att detta på sikt gör Raketechs tillgångar mer konkurrenskraftiga. Förvärvet gör att Raketech kommer att ha ca 20% av intäkterna från USA i Q1'21 vilket på sikt torde leda till en rabattkontraktion gentemot Catena Media.

Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	4 608	5 601	4,48x	3,50x	3,18x	8,9x	6,5x	5,8x	10,6x	7,5x	6,7x	11,8x	10,2x	8,9x
Better Collective	10 636	11 326	8,29x	4,86x	4,09x	23,0x	14,9x	12,1x	27,3x	15,8x	12,6x	38,4x	19,6x	15,3x
Acroud	312	482	2,84x	1,77x	1,64x	10,1x	5,7x	4,9x	13,6x	6,7x	5,9x	264,8x	5,6x	4,6x
Raketech Group Holding	785	729	2,17x	1,66x	1,53x	5,4x	3,7x	3,4x	10,4x	5,7x	5,1x	12,2x	6,9x	6,2x
Betsson	7 811	7 867	1,15x	1,14x	1,06x	5,2x	6,0x	5,9x	5,8x	8,4x	8,2x	6,7x	9,6x	9,5x
Kindred Group plc Shs S	25 823	22 949	1,43x	1,52x	1,32x	4,7x	8,9x	6,9x	5,2x	11,7x	8,6x	7,3x	15,2x	11,2x
LeoVegas	3 267	3 248	0,98x	0,74x	0,69x	7,4x	6,2x	5,5x	20,5x	8,4x	6,9x	67,6x	9,8x	7,7x
			3,05x	2,17x	1,93x	9,2x	7,4x	6,4x	13,4x	9,2x	7,7x	58,4x	11,0x	9,1x
			2,17x	1,66x	1,53x	7,4x	6,2x	5,8x	10,6x	8,4x	6,9x	12,2x	9,8x	8,9x

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	Advertising/Marketing Ser	61,0%	100,1%	100,0%	50,1%	54,1%	54,5%	42,2%	46,9%	47,5%	28,6%	40,7%	42,1%
Better Collective	Information Technology St	30,3%	63,2%	63,7%	36,1%	32,5%	33,8%	30,3%	30,8%	32,6%	17,5%	21,2%	23,2%
Acroud	Packaged Software	20,9%	102,0%	101,5%	28,1%	31,2%	33,7%	20,9%	26,4%	28,0%	0,7%	17,5%	20,2%
Raketech Group Holding	Internet Software/Services	34,2%	71,5%	69,8%	40,1%	44,8%	45,1%	20,9%	29,1%	29,7%	17,4%	26,0%	26,5%
Betsson	Casinos/Gaming	23,1%	63,5%	63,4%	22,1%	19,0%	18,0%	20,0%	13,6%	13,0%	17,1%	11,8%	11,3%
Kindred Group plc Shs S	Casinos/Gaming	57,4%	55,8%	55,2%	30,6%	17,2%	19,0%	27,2%	13,0%	15,3%	22,1%	10,9%	12,8%
LeoVegas	Casinos/Gaming	14,9%	67,1%	67,2%	13,3%	12,0%	12,6%	4,8%	8,8%	10,0%	1,5%	6,5%	8,7%
		34,5%	74,8%	74,4%	31,5%	30,1%	31,0%	23,8%	24,1%	25,2%	15,0%	19,2%	20,7%
		30,3%	67,1%	67,2%	30,6%	31,2%	33,7%	20,9%	26,4%	28,0%	17,4%	17,5%	20,2%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	9,3%	15,5%	10,0%	22,6%	19,3%	10,9%	41,0%	20,5%	11,3%	-227,4%	39,5%	13,8%
Better Collective	75,8%	29,8%	18,6%	48,2%	33,1%	23,3%	64,5%	36,8%	25,5%	34,4%	77,3%	29,9%
Acroud	17,8%	10,1%	7,9%	-33,2%	22,6%	16,7%	-40,5%	16,7%	14,3%	-95,5%	80,2%	24,2%
Raketech Group Holding	24,4%	18,2%	8,5%	28,0%	28,0%	9,3%	57,8%	48,9%	10,8%	70,9%	59,3%	10,8%
Betsson	15,6%	3,5%	7,4%	30,0%	-15,0%	1,6%	33,8%	-20,2%	2,7%	26,2%	-24,4%	3,3%
Kindred Group plc Shs S	33,3%	3,6%	15,8%	104,9%	-31,3%	28,3%	153,8%	-39,0%	36,5%	231,9%	-38,9%	36,3%
LeoVegas	-2,9%	10,5%	7,9%	-20,3%	21,8%	13,2%	1,8%	109,6%	21,7%	-74,3%	153,5%	44,9%
	24,7%	13,0%	10,9%	25,7%	11,2%	14,7%	44,6%	24,7%	17,6%	-4,8%	49,5%	23,3%
	17,8%	10,5%	8,5%	28,0%	21,8%	13,2%	41,0%	20,5%	14,3%	26,2%	59,3%	24,2%

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	25,6	23,9	29,4	39,7	50,6	53,6	56,9
Kostnad sålda varor	-2,1	-4,5	-7,9	-12,3	-14,4	-15,0	-15,9
Bruttovinst	23,4	19,4	21,5	27,4	36,2	38,6	40,9
Personalkostnader	-4,8	-5,2	-5,3	-4,8	-6,5	-6,9	-7,4
Övriga kostnader	-4,2	-2,6	-3,9	-5,8	-7,6	-8,0	-8,5
EBITDA	14,4	11,5	12,2	16,7	22,1	23,7	25,0
Avskrivningar	-1,7	-4,5	-5,4	-6,7	-6,4	-6,4	-6,4
Nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jämförelsestörande poster	-0,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,2	6,1	6,6	10,0	15,7	17,3	18,6
Finansnetto	-6,4	1,3	-0,6	-1,3	-1,9	-1,9	-1,9
Resultat före skatt	4,8	7,5	6,1	8,7	13,8	15,4	16,7
Skatter	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-1,0	-1,1	-1,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	4,6	7,2	5,6	8,1	12,9	14,3	15,5
Nettoresultat (justerat)	4,7	8,6	5,6	8,1	12,9	14,3	15,5

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0,3	0,0	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Övriga immateriella tillgångar	65,7	73,4	80,9	117,6	119,2	120,8	122,4
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	66,3	73,9	81,4	118,6	120,2	121,8	123,4
Övriga fordringar							
Kundfordringar	4,3	4,2	4,9	7,2	8,3	8,8	9,4
Likvida medel	7,5	4,2	5,0	1,5	1,0	10,5	24,2
Summa omsättningstillgångar	11,8	8,3	9,9	8,6	9,4	19,3	33,6
SUMMA TILLGÅNGAR	78,1	82,2	91,3	127,2	129,5	141,1	156,9
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	58,7	65,1	70,8	86,0	98,8	113,2	128,7
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	58,7	65,1	70,8	86,0	98,8	113,2	128,7
Långfristiga finansiella skulder	7,9	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,8	1,1	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilläggsköpeskillingar	4,0	5,4	8,7	7,9	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	12,8	10,0	10,2	9,6	1,8	1,8	1,8
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,2	1,9	17,7	17,7	17,7	17,7
Leverantörsskulder	3,6	1,7	2,4	3,9	4,5	3,8	5,1
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilläggsköpeskillingar	3,0	5,2	5,9	10,0	6,7	5,7	3,7
Summa kortfristiga skulder	6,6	7,1	10,3	31,5	28,9	27,1	26,5
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	78,1	82,2	91,3	127,2	129,5	142,0	156,9

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	4,7	8,6	5,6	8,1	12,9	14,3	15,5
Icke kassaflödespåverkande poster	8,6	3,1	6,6	8,3	8,3	8,3	8,3
Förändringar i rörelsekapital	-2,1	-0,2	0,3	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	11,2	11,5	12,4	15,6	20,6	22,4	23,6
Investeringar	-16,6	-8,7	-9,8	-32,8	-8,0	-8,0	-8,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-5,4	2,7	2,6	-17,2	12,6	14,4	15,6
Finansieringsverksamheten	9,7	-6,1	-1,8	11,1	-13,0	-4,9	-1,9
Kassaflöde	4,4	-3,3	0,8	-6,1	-0,4	9,5	13,7
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	7,4	9,8	9,6	16,4	5,6	-4,8	-20,5

Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,12	0,19	0,13	0,19	0,30	0,34	0,37
EPS Justerad	0,12	0,19	0,13	0,19	0,30	0,34	0,37
FCF/aktie	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,3	0,3	0,4
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	1,5	1,7	1,7	2,0	2,3	2,7	3,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	37,9	37,9	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	16,32	10,30	14,79	10,29	6,44	5,78	5,32
P/EK	1,26	1,14	1,17	0,96	0,84	0,73	0,64
P/FCF	-17,47	27,03	31,48	-4,81	6,57	5,77	5,31
Direktavkastning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utdelningsandel, justerad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Sales	2,92	3,08	2,71	2,49	1,96	1,68	1,34
EV/EBITDA	5,2	6,4	6,5	5,9	4,5	3,8	3,1
EV/EBIT	6,7	12,0	12,0	9,9	6,3	5,2	4,1
EV, årets slut	74,6	73,6	79,7	99,0	99,4	89,9	76,2

Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt		-6%	23%	35%	27%	6%	6%
EBIT, tillväxt		-45%	8%	51%	57%	10%	8%
EPS just, tillväxt			58%	-30%	44%	60%	11%
EBITDA-marginal	56%	48%	42%	42%	44%	44%	44%
EBIT-marginal	44%	26%	23%	25%	31%	32%	33%
ROE		12%	8%	10%	14%	14%	13%
ROCE		5%	5%	6%	8%	8%	8%

Kvartalsvis data

	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Total	7,0	7,6	6,5	5,7	6,0	5,8	6,5	7,0	7,4	8,5	8,3	8,8	9,6
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-0,6	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-1,5	-1,6	-1,9	-1,9	-2,5	-2,9	-3,1	-2,7
Bruttovinst	6,4	6,7	5,4	4,8	4,8	4,3	5,0	5,1	5,5	5,9	5,4	5,6	6,9
Övriga externa kostnader	-1,0	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,6
Personalkostnader	-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2
Övriga kostnader	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	4,1	4,5	3,5	2,9	2,7	1,6	2,6	2,8	2,9	3,6	3,2	3,4	4,1
Avskrivningar	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,6	-1,8	-1,7
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	3,7	3,8	2,8	2,0	1,5	-0,1	1,4	1,5	1,4	2,3	1,6	1,6	2,4
Finansiella intäkter	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,8	-2,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4
Resultat före skatt	1,9	1,9	4,8	1,8	1,3	-0,3	1,2	1,3	1,3	2,0	1,2	1,3	2,0
Skatter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-0,01	0	-0,001
Nettoresultat Rapporterat	1,8	1,8	4,7	1,7	1,2	-0,5	1,1	1,2	1,2	1,8	1,1	1,2	1,9

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se