



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 04 Maj 2022

LeoVegas

Budet 22% över vårt motiverade värde

Lönsamheten imponerar


Intäkterna i kvartalet uppgick till EUR 98,5 vilket var 4% under konsensus. Siffran motsvarar en tillväxt om 0% y/y, exkluderas Nederländerna uppgår tillväxten till 9%. EBITDA uppgick till EUR 14,1m vilket var 22% bättre än konsensus. I samband med rapporten lämnade BetMGM ett offentligt uppköpserbjudande om 61 kr per aktie vilket motsvarade en premie om 44%.

Inga estimatförändringar

Med anledning av att budet accepterats av styrelse och storägare lämnar vi våra estimat oförändrade.

Ett attraktivt bud

Då budet ligger 22% över vårt motiverade värde anser vi det vara attraktivt och bör accepteras.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Värde och risk			
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	49.0 - 51.0		
EPS, justerad 22e	0.3	0.3	0.0%	Omsättning, mkr	391	440	484	525	Aktiekurs	€22.7		
EPS, justerad 23e	0.4	0.4	0.0%	Tillväxt	1%	13%	10%	9%	Riskenivå	Medium		
EPS, justerad 24e	0.6	0.6	0.0%	EBITDA, mkr	43	56	66	76	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 			
<div>Kommande händelser</div> <div>Delårsrapport Q2'222022-08-11</div>				EBIT, mkr	18	37	47	64				
				EPS, justerad	0.1	0.3	0.4	0.6				
				EPS tillväxt	(39)%	185%	30%	41%				
				EK/aktie	0.9	1.1	1.3	1.6				
				Utdelning/aktie	0.2	0.2	0.2	0.3				
<div>Bolagsfakta (EURm)</div>				EBIT-marginal	4.6%	8.4%	9.7%	12.2%	<div>Analytiker</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>			
				ROE (%)	13.6%	32.0%	33.3%	38.5%				
				Antal aktier	98m	ROCE	4.8%	9.2%			10.6%	13.4%
				Börsvärde	2,217	EV/Sales	5.7x	5.0x			4.6x	4.2x
				Nettoskuld	7	EV/EBITDA	51.6x	39.6x			33.7x	29.2x
EV	2,223	EV/EBIT	124.8x	60.2x	47.6x	34.6x						
Free float	92%	P/E, justerad	206.4x	72.4x	55.8x	39.6x						
Daglig handelsvolym, snitt	1,178(k)	P/EK	26.3x	20.7x	16.8x	13.9x						
Reuters/Bloomberg	LEO:SS	Direktavkastning	2.7%	3.3%	3.5%	4.9%						
		FCF yield	3.1%	5.0%	5.8%	7.1%						
		Nettosk./EBITDA	(0.2)g	(0.5)g	(0.7)g	(0.8)g						



Sammanfattning

Budet 22% över vårt motiverade värde

Investment Case

LeoVegas är en speloperatör med fokus på casino och reglerade marknader. I Q4 utgjorde reglerade intäkter 74% av intäkterna. Bolaget har under året visat kraftig tillväxt på bl.a. de svenska, italienska och spanska marknaderna. Vi anser att bolaget befinner sig i en intressant position då man värderas till en kraftig rabatt emot andra aktörer med hög andel reglerade intäkter. Vidare bedömer vi att en marginalexpansion är att vänta p.g.a. ett antal tekniska initiativ från bolaget. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 49–51 kr för LeoVegas-aktien.

Bolagsprofil

Introduktion till LeoVegas

LeoVegas är en svensk speloperatör med fokus på casinospel på de europeiska marknaderna. Bolaget har även planerat att lansera sina tjänster på den amerikanska marknaden vilken har potential att bli världens största spelmarknad.

Vi bedömer bolaget vara kostnadseffektivt då man arbetat med en egen plattform samt är starka inom varumärkesbyggande och att vinna marknadsandelar. Vi bedömer sålunda att man utgör en attraktiv investering för den som vill ta del av den höga strukturella tillväxten inom spel online.

Introduktion till igaming-industrin

Den globala spelmarknaden uppgår i dagsläget till ca USD 440bn. Ca 18% av spelandet sker idag online. Spelandet växer i takt med global BNP och online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för igaming-industrin:

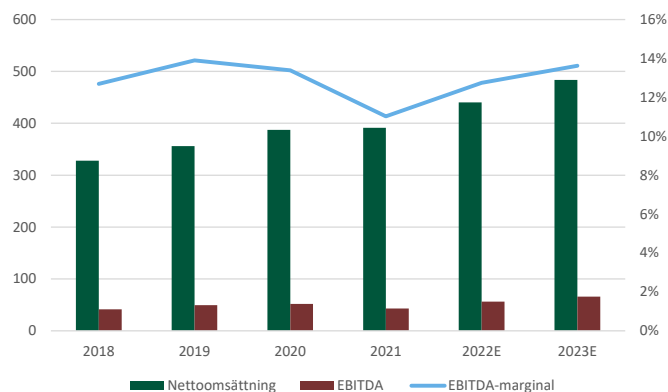
- **Avreglering av stora marknader:** Förutom att USA har börjat öppnas upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att t.ex. Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har börjat inleda en process för att införa ett licenssystem.
- **Nedstängning av fysiska casinon:** Vi bedömer att covid-19-pandemin har accelererat skiftet från offline till online. Onlinedelen av spelande har historiskt varit under 10% men vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin samt att denna andel inte kommer att sjunka tillbaka då onlinespel fått en större acceptans. Italien och Spanien är två större marknader där detta sker och där LeoVegas har en stark marknadsnärvaro.
- **Fortsatt digitalisering av samhället:** Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer att se en ökad andel onlinespelande framöver drivet av allmänna faktorer som främjar digitalisering.

Värdering

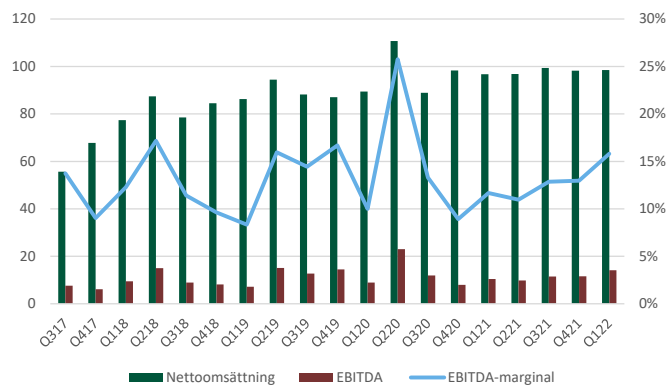
Då budet ligger 22% över vårt motiverade värde anser vi det vara attraktivt och bör accepteras.

LeoVegas i grafer

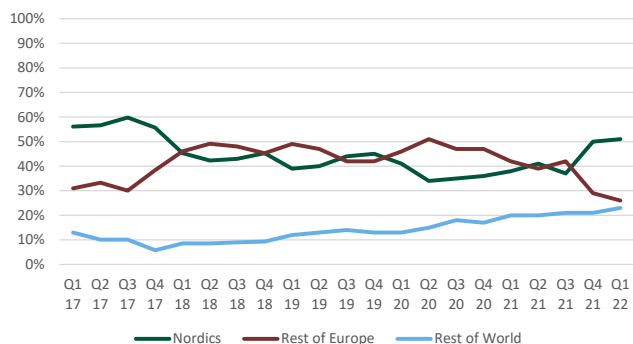
Omsättning/EBITDA (y/y)



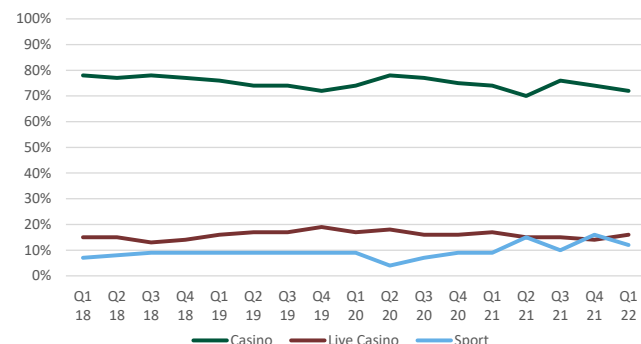
Omsättning/EBITDA (q/q)



Geografisk fördelning



Fördelning mellan typer av spel



Estimatförändringar

Givet budet gör vi inga estimatförändringar i rapporten.

	2022	2023	2024
Δ Sales	0,0%	0,0%	-
Δ EBITDA	0%	0%	-
Δ EBIT	0%	0%	-
Δ EPS	0%	0%	-
Sales	0,0	0,0	-
EBITDA	0,0	0,0	-
EBIT	0,0	0,0	-
Δ EPS	0,00	0,00	-

Peers

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kindred Group	2 095	1 988	1,43x	1,32x	1,14x	6,6x	8,4x	6,2x	8,3x	12,2x	8,2x	7,8x	15,1x	10,2x
Flutter Entertainment	17 941	20 864	2,72x	2,39x	2,05x	20,7x	15,3x	10,6x	-	20,5x	12,8x	(34,3x)	26,0x	15,8x
Entain	11 215	14 047	2,88x	2,49x	2,34x	13,1x	10,9x	9,6x	23,1x	17,1x	12,3x	35,7x	19,9x	14,5x
Penn National Gaming, Ir	6 346	16 097	2,73x	2,56x	2,45x	7,4x	11,1x	10,4x	11,0x	16,3x	14,9x	15,5x	19,4x	16,1x
Betsson AB Class B	849	869	1,29x	1,24x	1,09x	6,4x	6,4x	5,6x	7,2x	9,0x	7,7x	7,7x	9,8x	8,5x
LeoVegas AB	619	600	1,79x	1,32x	1,19x	13,2x	11,1x	9,0x	29,8x	15,4x	12,0x	53,3x	18,1x	13,8x
			2,14x	1,89x	1,71x	11,2x	10,5x	8,6x	15,9x	15,1x	11,3x	14,3x	18,0x	13,1x
			2,26x	1,86x	1,62x	10,2x	11,0x	9,3x	11,0x	15,9x	12,2x	11,7x	18,7x	14,1x

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kindred Group	54,1%	54,9%	55,1%	21,6%	15,7%	18,3%	17,1%	10,8%	13,8%	19,7%	8,9%	11,5%
Flutter Entertainment	48,5%	59,1%	59,8%	13,1%	15,6%	19,4%	-0,1%	11,7%	16,0%	-6,9%	8,3%	11,8%
Entain	54,0%	49,7%	50,5%	22,0%	22,9%	24,4%	12,4%	14,5%	19,0%	6,9%	10,0%	13,0%
Penn National Gaming, Inc.	40,9%	100,9%	100,5%	26,5%	23,0%	23,6%	18,0%	15,7%	16,5%	7,1%	5,8%	6,6%
Betsson AB Class B	21,2%	64,3%	60,6%	20,2%	19,3%	19,3%	18,0%	13,7%	14,1%	16,2%	12,1%	12,4%
LeoVegas AB	16,6%	67,1%	67,4%	13,2%	11,9%	13,2%	5,4%	8,5%	9,9%	3,4%	6,5%	8,1%
	39,2%	66,0%	65,7%	19,4%	18,1%	19,7%	11,8%	12,5%	14,9%	7,7%	8,6%	10,6%
	44,7%	61,7%	60,2%	20,9%	17,5%	19,3%	14,8%	12,7%	15,1%	7,0%	8,6%	11,7%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kindred Group	-3,0%	-3,8%	16,6%	-26,1%	-42,7%	35,9%	-31,4%	-61,6%	48,6%	-0,3%	-63,3%	50,3%
Flutter Entertainment	36,8%	13,8%	16,6%	-8,5%	7,4%	44,5%	-101,5%	7,3%	60,1%	-1197,1%	28,2%	66,5%
Entain	7,5%	15,6%	6,2%	2,9%	15,0%	13,0%	73,9%	33,0%	39,0%	186,6%	5,6%	37,6%
Penn National Gaming, Inc.	65,0%	6,4%	4,7%	82,3%	-6,1%	7,2%	184,2%	nm	n.m	1298,0%	nm	n.m
Betsson AB Class B	4,4%	0,2%	13,8%	-1,5%	-17,5%	13,9%	-2,0%	-23,3%	17,5%	6,0%	-23,9%	16,4%
LeoVegas AB	-4,2%	9,1%	10,9%	-22,9%	15,5%	22,6%	-33,8%	43,1%	28,5%	-43,1%	133,1%	39,4%
	17,8%	6,9%	11,5%	4,4%	-4,7%	22,8%	14,9%	-0,3%	38,7%	41,7%	15,9%	42,1%
	6,0%	7,7%	12,3%	-5,0%	0,6%	18,3%	-16,7%	7,3%	39,0%	2,8%	5,6%	39,4%

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	327,8	356,0	387,5	391,2	440,3	483,8	525,4
Spelskatter	-29,7	-49,7	-57,3	-63,9	-73,9	-82,6	-88,6
Kostnad sålda varor	-62,6	-69,2	-67,9	-65,7	-70,4	-77,4	-84,1
Bruttovinst	235,5	237,1	262,3	261,5	296,0	323,8	352,7
Aktiveringar	7,2	8,7	10,5	15,3	20,0	20,0	20,0
Marknadsföring	-120,8	-118,5	-132,6	-143,8	-159,5	-172,3	-186,1
Personalkostnader	-41,0	-49,4	-50,5	-53,2	-56,3	-57,2	-57,9
Övriga kostnader	-39,4	-28,4	-37,8	-36,7	-44,0	-48,4	-52,5
EBITDA	41,6	49,5	51,9	43,1	56,1	65,9	76,2
Avskrivningar	-4,9	-10,2	-10,8	-11,7	-12,0	-12,0	-12,0
Nedskrivningar	-17,5	-26,7	-18,3	-13,6	-7,2	-7,2	0,0
Jämförelsestörande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	19,2	12,6	22,8	17,8	36,9	46,7	64,2
Finansnetto	25,3	-2,4	-1,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Resultat före skatt	44,5	10,2	21,6	13,9	32,9	42,7	60,2
Skatter	-1,2	-0,7	-2,2	-1,4	-2,3	-3,0	-4,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	43,2	9,5	19,3	12,4	30,6	39,7	56,0
Nettoresultat (justerat)	43,2	9,5	19,3	12,4	30,6	39,7	56,0

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	43,2	9,5	19,3	12,4	30,6	39,7	56,0
Icke kassaflödespåverkande poster	-3,9	27,5	30,6	24,9	19,2	18,2	8,0
Förändringar i rörelsekapital	-2,9	0,0	19,3	8,5	-1,7	-5,2	-3,9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	36,5	37,0	69,2	45,9	48,1	52,7	60,1
Investeringar	-102,8	2,0	-11,6	-28,2	-20,0	-20,0	-20
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Fritt kassaflöde	-66,3	39,0	57,6	17,6	28,1	32,7	40,1
Finansieringsverksamheten	71,6	-44,5	-44,0	-5,2	-7,6	-15,4	-28,0
Kassaflöde	4,8	-5,5	13,7	12,4	20,5	17,3	12,1
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Nettoskuld	52,9	28,2	-9,2	-7,3	-27,9	-45,2	-57,3

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	103,0	94,7	94,7	95,7	95,7	95,7	95,7
Övriga immateriella tillgångar	75,5	62,0	48,2	47,9	48,7	49,5	57,5
Materiella anläggningstillgångar	4,1	11,6	11,3	9,2	9,2	9,2	9,2
Övriga anläggningstillgångar	3,0	2,7	3,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Summa anläggningstillgångar	185,6	170,9	157,3	155,0	155,8	156,6	164,6
Övriga fordringar	7,8	5,3	5,5	5,3	5,3	5,3	5,3
Kundfordringar	29,3	35,3	23,2	21,8	27,6	36,6	46,0
Likvida medel	56,7	50,7	63,3	75,2	95,7	113,0	125,1
Summa omsättningstillgångar	93,8	91,4	92,0	102,3	128,6	154,9	176,4
SUMMA TILLGÅNGAR	279,3	262,2	249,3	257,3	284,4	311,5	341,0
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	94,2	93,3	92,8	78,0	101,0	125,4	153,4
Minoritetsintressen	5,7	4,8	5,4	6,2	6,2	6,2	6,2
Summa eget kapital	99,9	98,2	98,2	84,2	107,2	131,6	159,6
Långfristiga finansiella skulder	70,6	39,9	48,9	67,8	67,8	67,8	67,8
Uppskjutna skatteskulder	2,8	2,1	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Övriga långfristiga skulder	0,0	4,2	5,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	73,4	46,2	55,6	72,8	72,8	72,8	72,8
Kortfristiga finansiella skulder	30,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	18,0	21,3	20,3	23,4	27,6	31,4	34,5
Skatteskulder	5,1	5,0	5,9	4,3	4,3	4,3	4,3
Övriga kortfristiga skulder	52,9	61,6	69,3	72,6	72,5	71,5	69,8
Summa kortfristiga skulder	106,0	117,9	95,5	100,4	104,4	107,2	108,6
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	279,3	262,2	249,3	257,3	284,4	311,5	341,0

Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,43	0,09	0,18	0,11	0,31	0,41	0,57
EPS Justerad	0,33	0,30	0,40	0,27	0,31	0,41	0,57
FCF/aktie	-0,65	0,38	0,57	0,18	0,29	0,34	0,41
Utdelning/aktie	0,22	1,20	1,40	1,68	2,01	2,16	3,04
EK/Aktie	1,5	1,7	1,9	0,9	1,1	1,3	1,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	101,7	101,7	100,9	97,7	97,7	97,7	97,7
			16%	5,1%	8%	9%	12%
Reported FCF			57,64	17,60	28,09	32,72	40,06
			0,57	0,18	0,29	0,34	0,41
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	8,46	38,52	20,00	32,73	11,49	8,85	6,28
P/EK	3,66	3,73	3,70	4,18	3,28	2,67	2,20
P/FCF	-5,52	9,39	6,30	19,97	12,52	10,75	8,78
Direktavkastning	1%	3%	4%	5%	6%	6%	8%
EV/Sales	1,25	1,08	0,90	0,88	0,74	0,63	0,56
EV/EBITDA	9,8	7,8	6,7	8,0	5,8	4,6	3,9
EV/EBIT	21,4	30,5	15,3	19,3	8,8	6,6	4,6
EV, årets slut	409,8	385,1	348,8	344,4	323,7	306,3	294,3
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt		9%	9%	1%	13%	10%	9%
EBIT, tillväxt		-34%	80%	-22%	107%	27%	37%
EPS just, tillväxt		-78%	93%	-39%	185%	30%	41%
EBITDA-marginal	13%	14%	13%	11%	13%	14%	15%
EBIT-marginal	6%	4%	6%	5%	8%	10%	12%
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2023E
ROE		10%	20%	14%	32%	33%	38%

Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322	Q422
Nettomålning	55,6	67,8	77,4	87,4	78,8	84,5	86,3	94,4	88,2	87,1	89,4	110,7	88,9	98,4	96,7	96,8	99,4	98,2	98,5	111,4	114,2	110,2
Kostnad sålda varor	-14,4	-18,2	-21,7	-23,8	-22,1	-24,7	-28,4	-30,7	-29,8	-30,0	-29,6	-36,0	-28,1	-31,5	-31,4	-32,4	-33,0	-32,9	-32,0	-36,5	-37,3	-36,1
Bruttovinst	41,2	49,6	55,7	63,6	56,5	59,7	57,9	63,8	58,4	57,0	59,8	74,7	60,8	66,9	65,4	64,4	66,3	65,3	66,5	74,9	76,9	74,1
Aktiveringar	0,8	1,2	1,0	1,6	1,0	3,6	2,4	2,1	1,8	2,2	2,4	2,8	2,4	2,9	3,2	3,9	3,6	4,6	4,2	5,0	5,0	5,0
Marknadsföringskostnader	-22,6	-29,5	-30,2	-30,5	-28,0	-32,0	-32,8	-28,1	-27,7	-29,9	-31,3	-32,7	-31,8	-36,7	-36,1	-37,6	-36,2	-33,8	-29,9	-41,3	-40,6	-37,8
Personalkostnader	-5,8	-7,9	-8,6	-10,4	-10,5	-11,5	-12,6	-13,3	-11,3	-12,3	-12,1	-13,2	-12,4	-12,9	-13,3	-13,5	-12,4	-13,9	-14,9	-14,0	-14,1	-14,2
Övriga kostnader	-6,2	-7,4	-8,4	-9,3	-10,0	-11,7	-7,8	-9,5	-8,6	-2,6	-9,9	-8,6	-7,1	-12,3	-8,7	-7,4	-9,8	-10,6	-11,8	-11,1	-11,3	-11,0
Rörelseresultat (EBITDA)	7,6	6,1	9,5	15,0	9,0	8,1	7,2	15,1	12,7	14,5	9,0	23,0	11,9	8,0	10,4	9,8	11,5	11,6	14,1	13,4	15,8	16,1
Aktivintägar	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,7	-2,9	-3,0	-3,1	-3,3	-3,0	-3,0	-3,0
Goodwillnedskrivningar	0,0	-3,1	-4,6	-4,6	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-14,4	-4,1	-4,1	-4,1	-6,1	-4,1	-4,1	-3,0	-2,4	-1,2	-1,8	-1,8	-1,8
Resultat (EBIT)	6,9	2,1	3,8	9,3	3,5	2,6	0,6	8,5	6,0	-2,5	2,2	16,3	5,1	-0,8	3,7	2,8	5,5	6,1	9,6	8,6	11,0	11,3
Finansresultat	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	6,9	2,1	3,8	9,3	3,5	2,6	0,6	8,5	6,0	-2,5	2,2	16,3	5,1	-0,8	3,7	2,8	5,5	6,1	9,6	8,6	11,0	11,3
Finansiella intäkter	0,0	-1,0	-1,6	-1,6	10,1	20,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	1,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-1,1	-0,9	-1,1	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Resultat före skatt	6,9	0,9	1,9	7,1	13,2	20,3	0,0	8,0	5,5	-3,2	2,4	15,8	4,7	-1,4	2,6	2,1	4,3	5,1	8,4	7,6	10,0	10,3
Skatter	-0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	0,2	-0,2	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2	-1,0	-0,2	-0,9	-15,4	-0,2	-0,2	-0,2
Minoritetsintessen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	6,5	1,5	1,7	6,6	12,8	22,1	0,0	7,4	5,1	-3,0	2,3	14,9	4,1	-1,9	2,4	1,1	4,1	4,2	-7,0	7,4	9,8	10,1
Nettoreultat (just)	6,5	1,5	1,7	6,6	12,8	22,1	0,0	7,4	5,1	-3,0	2,3	14,9	4,1	-1,9	2,4	1,1	4,1	4,2	-7,0	7,4	9,8	10,1

Tillväxt och marginaler	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322	Q422
Omsättningstillväxt					41%	25%	12%	8%	12%	3%	4%	17%	1%	13%	8%	-13%	12%	0%	2%	15%	15%	12%
EBIT tillväxt					nml	25%	nml	-8%	71%	nml	241%	91%	-15%	nml	65%	-83%	7%	-835%	164%	212%	100%	65%
Bruttomarginal	74%	73%	72%	73%	72%	71%	67%	68%	66%	66%	67%	67%	68%	68%	68%	67%	67%	66%	68%	67%	67%	67%
EBITDA-marginal	14%	9%	12%	17%	11%	10%	8%	16%	14%	17%	10%	26%	13%	9%	12%	11%	13%	13%	16%	15%	18%	18%
EBIT-marginal	8%	2%	4%	10%	4%	3%	1%	9%	7%	nml	2%	18%	6%	nml	4%	3%	6%	7%	11%	10%	12%	13%
Skattesats	6%	42%	7%	7%	3%	1%	nml	7%	7%	nml	7%	6%	13%	nml	7%	46%	5%	18%	183%	3%	2%	2%

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 grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

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

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

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

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

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

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

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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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