



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 20 Maj 2022

## Checkin.com Group

### Checkar in 2022 starkt

#### Rekordtillväxt och nya kunder...

Omsättningen i Q1'22 blev 15,8 mkr vs vårt estimat om 14,7 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 107% y/y. Net Revenue Retention steg till 140% från 137%. EBITDA uppgick till -0,7 mkr vs våra estimat om - 3 mkr. Det starka resultatet går att härleda till att bolagets marknadsföringsinvesteringar har varit mer effektiva än vad vi estimerat. Bolaget har efter kvartalets utgång tecknat avtal med Playtech.

#### ...gör att bolaget rör sig emot finansiella mål...

Givet den starka tillväxten höjer vi våra intäktsestimater med 2% över prognosperioden. Givet den starka rapporten och bolagets effektiva marknadsföring höjer vi våra EBITDA-estimater med, i snitt, 6 mkr per år fram tills 2025. Vi bedömer att bolaget successivt kommer att stärka marginalen kommande kvartal.

#### ...vilket sänker risken i estimaten

Trots den starka rapporten och nyheten om att Playtech har skrivit ett globalt samarbetsavtal med Checkin bibehåller vi vårt motiverade värde om 73-76 kr. Ser vi fler avtal likt Playtech bedömer vi att avkastningskravet kan sänkas. Bolaget handlas idag på en implicit WACC om 18% vilket vi anser är för högt givet en stark retention rate och kundbas.

| Estimatändring (kr)        |                   |      |        | Prognos (kr)     |          |             |        |                          | Värde och risk                   |         |
|----------------------------|-------------------|------|--------|------------------|----------|-------------|--------|--------------------------|----------------------------------|---------|
|                            | Nu                | Förr |        | 21               | 22e      | 23e         | 24e    | Motiverat värde          | 73.0 - 76.0                      |         |
| EBITDA, mkr 22e            | -0.1              | -6.6 | -98.5% | Omsättning, mkr  | 39       | 77          | 151    | 258                      | Aktiekurs                        | SEK36.0 |
| EBITDA, mkr 23e            | 30.5              | 23.9 | 27.5%  | Tillväxt         | 74%      | 98%         | 96%    | 71%                      | Riskenivå                        | Medium  |
| EBITDA, mkr 24e            | 79.7              | 72.2 | 10.4%  | EBITDA, mkr      | (2.7)    | (0.1)       | 31     | 80                       | <b>Kursutveckling 12 mån</b><br> |         |
|                            |                   |      |        | EBIT, mkr        | (7)      | (12)        | 14     | 60                       |                                  |         |
| <b>Kommande händelser</b>  |                   |      |        | EPS, justerad    | (0.3)    | (0.4)       | 0.4    | 1.6                      |                                  |         |
| Q2 rapport                 | 2022-08-11        |      |        | EK/aktie         | 6.1      | 6.2         | 6.6    | 8.2                      |                                  |         |
| <b>Bolagsfakta (mkr)</b>   |                   |      |        | Utdelning/aktie  | 0.0      | 0.0         | 0.0    | 0.0                      |                                  |         |
| Antal aktier               | 30m               |      |        | EBIT-marginal    | (17.4)%  | (15.8)%     | 9.6%   | 23.3%                    |                                  |         |
| Börsvärde                  | 1,074             |      |        | ROE (%)          | nm       | nm          | 6.5%   | 21.6%                    |                                  |         |
| Nettoskuld                 | (35)              |      |        | ROCE             | nm       | nm          | 7.6%   | 27.3%                    |                                  |         |
| EV                         | 1,040             |      |        | EV/Sales         | 26.8x    | 13.5x       | 6.9x   | 4.0x                     |                                  |         |
| Daglig handelsvolym, snitt | 235(k)            |      |        | EV/EBITDA        | (381.1)x | (10,417.3)x | 34.1x  | 13.0x                    |                                  |         |
| Reuters/Bloomberg          | CHECK.ST/CHECK:SS |      |        | EV/EBIT          | (153.8)x | (85.1)x     | 72.1x  | 17.3x                    |                                  |         |
|                            |                   |      |        | P/E, justerad    | (133.3)x | (86.6)x     | 87.3x  | 22.6x                    |                                  |         |
|                            |                   |      |        | P/EK             | 5.9x     | 5.8x        | 5.5x   | 4.4x                     |                                  |         |
|                            |                   |      |        | Direktavkastning | 0.0%     | 0.0%        | 0.0%   | 0.0%                     |                                  |         |
|                            |                   |      |        | FCF yield        | nm       | nm          | nm     | nm                       |                                  |         |
|                            |                   |      |        | Nettosk./EBITDA  | 15.0g    | 394.2g      | (1.2)g | (0.9)g                   |                                  |         |
|                            |                   |      |        |                  |          |             |        | <b>Analytiker</b>        |                                  |         |
|                            |                   |      |        |                  |          |             |        | rikard.engberg@penser.se |                                  |         |



# Sammanfattning

## Checkar in 2022 starkt

### Investment Case

Checkin.com Group tillhandahåller en lösning för att optimera checkinflödet hos kunder i ett antal snabbväxande industrier. Att optimera checkinflödet har en hög ROI och vi bedömer att den kan bli högre då de industrier Checkin fokuserar på har sett en acceleration i kundomsättning. Vi har utvärderat bolaget enligt ett ramverk som används av en väl ansedd amerikansk venture capital-investerare och kommit fram till att bolagets målsättning om en omsättning på 500 mkr 2025 är nåbar och bör ligga till grund för estimaten.

### Bolagsprofil

Checkin tillhandahåller en mjukvara som underlättar inloggning och registrering av produkter och tjänster online. Bolaget har valt att fokusera på tre kundgrupper – igaming, abonnemangstjänster och fintech – där vi har noterat att kundomsättningen ökat på senare år. Dessa tre industrier har hög strukturell tillväxt och lätttrörliga slutanvändare, varför satsningar på att underlätta checkinflödet torde ge en hög ROI. En stor del av efterfrågan på denna typ av tjänst är regulatoriskt driven vilket gör att vi ser en fortsatt hög strukturell tillväxt.

Checkin skiljer sig från många av de andra noterade SaaS-bolagen på Stockholmsbörsen då man främst opererar globalt. Detta tillsammans med starka operationella KPI:er (nyckeltal) gör att vi tror att bolagets finansiella mål om att nå 500 mkr i omsättning 2025 är fullt nåbara. Skulle dessa mål nås anser vi att bolaget ska värderas i paritet med de internationella SaaS-bolagen.

Sammanfattningsvis bedömer vi att den starka strukturella tillväxten i Checkins fokusvertikaler gör att en kraftig tillväxtresa är att vänta. Vi ser förvärv som kan stärka ARPU (Snittintäkt per kund) som den främsta triggern i närtid. Vi bedömer att dessa tilläggsförvärv är nyckeln för att bolaget ska kunna stänga gapet mellan våra estimat och bolagets finansiella mål.

### Värdering

Vi har valt att basera värderingen på våra estimat för 2025. Detta med anledning av att bolaget befinner sig i ett tidigt stadium. 2025 anser vi att bolaget ska värderas till en EV/Sales-multipel om 8x. Detta av två anledningar:

- **Retention rate:** Checkin har en retention rate i paritet med andra marknadsledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta beror på att bolagets kunder hela tiden adderar nya tjänster eller expanderar till nya marknader.
- **Payback ratio:** Checkin har en payback ratio som också är i paritet med ledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta tyder på en prissättning och marknadsföringsstrategi av hög klass.

Diskonteras värdet år 2025 med 12% får vi ett motiverat värde om 73–76 kr. Vi ser en medelhög risk i bolaget givet att man är relativt nya på börsen. Detta kompenseras av en hög andel återkommande intäkter.

## Kvartalet i detalj

Omsättningen i kvartalet uppgick till 15,8 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 107% y/y. Omsättningen drevs av en rekordstark Net revenue retention rate som uppgick till 140%. Tillväxten har nu accelererat tre kvartal i rad och stiger trots att Q1 historiskt sett varit ett svagt kvartal. Siffran var ca 7,5% högre än våra estimat. EBITDA uppgick -0,7 mkr vilket var ca 2 mkr högre än våra estimat. Avvikelsen går att förklara med att bruttomarginalen uppgick till 86% vs våra estimat om 83%. Även övriga externa kostnader var lägre än våra estimat, 6,5 mkr vs 6,8 mkr. Avvikelsen går att förklara med att bolagets marknadsföringsinvesteringar har varit mer effektiva än vad vi har räknat med i våra estimat.

### Avtal med Playtech

---

Efter kvartalets slut har Checkin tecknat ett partnerskapsavtal med den brittiska bolaget Playtech. Playtech är en ledande leverantör inom igaming industrin där man tillhandahåller spel och plattformslösningar. Playtech omsatte 2021 EUR 554m i sitt B2B-segment. Segmentet växte med ca 12% under 2021. Den snabbast växande marknaden är USA som växte med ca 64% 2020-2021. Bolaget är även en ledande aktör på den snabbväxande Latinamerikanska marknaden.

Avtalet med Playtech innebär att Checkin kommer att integreras på Playtechs plattform och att bolagen kommer att göra gemensamma marknadsförings- och säljaktiviteter. Playtech är en ledande leverantör av spel och plattformslösningar inom i-gaming. Bland bolagets kunder finns följande operatörer.

- Bet 365
- Betfair
- Flutter

Vi bedömer att detta avtal sänker risken i våra estimat då Checkin får en stark försäljningspartner. Vidare ger det en kvalitetsstämpel på Checkins produkt. Vi har studerat Checkins närmast konkurrenter. Inte någon av dessa liknande typ av partnerskap.

### Avtal med Pacaso

---

Pacaso är en snabbväxande plattform för bokning av semesterboenden i USA. Efter kvartalets utgång har Checkin tecknat avtal med dem som kund. Avtalet är i en helt ny vertikal för Checkin och vi bedömer att man kommer kunna vinna fler kunder bland bolag som tillhandahåller olika former av digitaliseringslösningar.

## Estimatförändringar

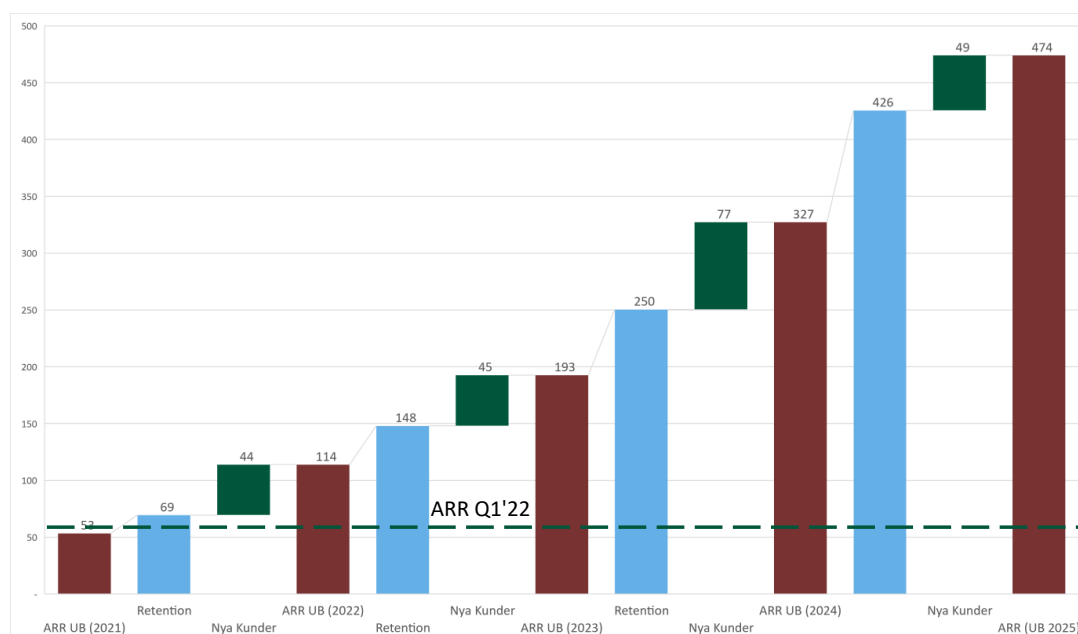
På intäktsidan gör vi endast marginella estimatförändringar. Vi bedömer att bolaget successivt kommer att röra sig emot sina finansiella mål. Vi höjer våra EBITDA estimat med i snitt 6,8 mkr årligen över prognosperioden. Detta, då vi sänker våra estimat för investeringar i marknadsföring. Dessa kan dock accelerera om bolaget ser en god avkastning på investeringar.

| Källa: EPB |              |      |      |      |
|------------|--------------|------|------|------|
|            | 2022         | 2023 | 2024 | 2025 |
|            | % förändring |      |      |      |
| Sales      | 2%           | 3%   | 1%   | 0%   |
| EBITDA     | nm           | 28%  | 10%  | 5%   |
|            | Absoluta tal |      |      |      |
| Sales      | 1,54         | 4,20 | 3,11 | 1,11 |
| EBITDA     | 6,5          | 6,6  | 7,5  | 6,5  |
| EBIT       | 5,7          | 6,8  | 8,8  | 8,7  |

För att bättre illustrera Checkins tillväxt kommande år har vi valt att skatta bolagets ARR och utgå ifrån denna när vi ställer våra estimat för kommande år. Vår skattning av ARR vid årets utgång uppgick till ca 53 mkr vilket motsvarar försäljningen i Q4'21x4. I Q1 uppgick denna siffra till 63 mkr. Tillväxten för att nå våra försäljningsestimat 2022 uppgår således till 76% ifrån denna bas. Vi har en hög konfidens i detta estimat givet bolagets retention rate i spannet 130-140%. I vår

Bolaget har under 2021 utökat sin säljkår kraftigt. Baserat på att retention rate är kvar på nuvarande nivåer behöver således nykundsförsäljningen motsvara en tillväxt om ca 40% per år under perioden 2023-2024. På innevarande år befinner bolaget sig på god väg mot nykundsförsäljningen givet att Q1 historiskt sett är det kvartal med lägst nykundsförsäljning. Detta kan jämföras med siffran 44% under 2021.

### Skattad ARR brygga 2022-2024



Källa: EPB

## Värderingsantaganden

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 73-76 kr.  
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         |
| Admicom                 | 3 376      | 3 189     | 12,32x        | 10,07x       | 8,75x        | 26,3x         | 21,9x         | 19,1x         | 29,7x         | 22,5x         | 20,4x         | 39,7x            | 29,4x        | 26,3x        |
| Fortnox                 | 29 213     | 29 330    | 31,47x        | 23,36x       | 17,39x       | 76,6x         | 52,1x         | 36,9x         | 98,3x         | 67,4x         | 44,8x         | 120,9x           | 87,0x        | 57,0x        |
| Vitec Software Group    | 19 032     | 19 453    | 11,83x        | 10,70x       | 9,55x        | 31,3x         | 27,8x         | 24,0x         | 60,0x         | 52,2x         | 43,6x         | 83,1x            | 53,6x        | 46,2x        |
| SimCorp A/S             | 26 524     | 25 750    | 4,99x         | 4,51x        | 4,21x        | 16,8x         | 16,5x         | 15,0x         | 18,8x         | 18,1x         | 16,4x         | 22,6x            | 23,8x        | 21,2x        |
| Sinch                   | 40 968     | 51 621    | 3,19x         | 1,88x        | 1,67x        | 43,0x         | 15,3x         | 12,1x         | 97,9x         | 36,1x         | 22,2x         | 42,1x            | 29,9x        | 21,2x        |
| Lime Technologies       | 3 549      | 3 789     | 9,38x         | 7,91x        | 6,82x        | 31,3x         | 25,0x         | 21,3x         | 49,1x         | 40,3x         | 32,1x         | 62,9x            | 39,9x        | 32,3x        |
| Kahoot                  | 12 529     | 10 751    | 34,47x        | 6,64x        | 4,88x        | -             | 25,4x         | 14,3x         | -             | 33,2x         | 17,1x         | -                | 56,5x        | 26,3x        |
| Twilio                  | 226 001    | 189 130   | 6,75x         | 5,00x        | 3,86x        | -             | 83,9x         | 45,9x         | -             | (342,2x)      | 264,9x        | (23,5x)          | -            | 609,9x       |
| Adobe                   | 1 901 432  | 1 901 092 | 12,12x        | 10,96x       | 9,54x        | 28,8x         | 22,1x         | 19,5x         | 33,0x         | 24,5x         | 21,1x         | 41,1x            | 30,4x        | 25,8x        |
| HubSpot                 | 185 579    | 181 187   | 14,30x        | 10,78x       | 8,47x        | -             | 85,6x         | 61,8x         | -             | 119,3x        | 84,4x         | (241,4x)         | 168,6x       | 119,4x       |
| Salesforce              | 1 680 103  | 1 715 843 | 6,67x         | 5,51x        | 4,66x        | 33,4x         | 18,2x         | 15,7x         | 316,2x        | 27,6x         | 22,1x         | 116,3x           | 37,6x        | 30,3x        |
| Dropbox                 | 83 015     | 88 905    | 4,26x         | 3,95x        | 3,67x        | 18,5x         | 11,1x         | 10,1x         | 27,6x         | 13,6x         | 12,3x         | 26,5x            | 13,8x        | 12,1x        |
| Upsales Technology      | 964        | 898       | 9,64x         | 7,28x        | 5,62x        | 45,3x         | 33,3x         | 20,6x         | 71,3x         | 44,9x         | 26,6x         | 99,2x            | 62,4x        | 36,9x        |
| Pexip Holding           | 2 389      | 1 673     | 1,93x         | 1,59x        | 1,32x        | -             | (13,8x)       | 90,7x         | -             | (7,3x)        | (16,8x)       | (14,2x)          | -            | -            |
| Checkin                 | 1 000      | 940       | 27,00x        | 7,00x        | 4,00x        | nm            | nm            | 35,0x         | nm            | nm            | nm            | nm               | nm           | nm           |
| <b>Mean</b>             |            |           | <b>13,19x</b> | <b>7,78x</b> | <b>6,35x</b> | <b>35,13x</b> | <b>29,99x</b> | <b>28,09x</b> | <b>80,18x</b> | <b>12,21x</b> | <b>41,89x</b> | <b>28,9x</b>     | <b>53,0x</b> | <b>78,0x</b> |
| <b>Median</b>           |            |           | <b>11,67x</b> | <b>7,81x</b> | <b>6,29x</b> | <b>35,13x</b> | <b>30,32x</b> | <b>29,46x</b> | <b>80,18x</b> | <b>10,71x</b> | <b>43,66x</b> | <b>28,9x</b>     | <b>52,7x</b> | <b>81,9x</b> |
| <b>Checkin vs Peers</b> |            |           |               | -10%         | -36%         | nm            | nm            | 19%           |               |               |               |                  |              |              |

| Margins              | Gross Income |              |              | EBITDA       |              |              | EBIT         |              |              | Net Income   |              |              |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         |
| Kahoot               | -            | 91,7%        | 90,7%        | -            | 26,1%        | 34,1%        | -            | 20,0%        | 28,5%        | -            | 14,5%        | 21,8%        |
| Admicom              | 52,2%        | 94,2%        | 94,1%        | 47,7%        | 46,1%        | 45,7%        | 41,7%        | 44,7%        | 42,9%        | 32,4%        | 29,9%        | 31,4%        |
| Fortnox              | 32,7%        | 91,3%        | 90,3%        | 41,8%        | 44,8%        | 47,1%        | 32,7%        | 34,7%        | 38,8%        | 25,9%        | 26,7%        | 30,4%        |
| Vitec Software Group | 19,7%        | 97,8%        | 90,5%        | 37,8%        | 38,5%        | 39,8%        | 19,7%        | 20,5%        | 21,9%        | 13,9%        | 14,6%        | 16,0%        |
| SimCorp A/S          | 60,3%        | 59,5%        | 60,8%        | 29,6%        | 27,4%        | 28,1%        | 26,5%        | 25,0%        | 25,7%        | 22,2%        | 19,0%        | 19,7%        |
| Sinch                | 3,4%         | 31,8%        | 32,3%        | 7,5%         | 12,3%        | 13,8%        | 3,4%         | 5,2%         | 7,5%         | 5,4%         | 1,5%         | 3,8%         |
| Lime Technologies    | 22,0%        | -            | -            | 30,0%        | 31,6%        | 32,1%        | 18,9%        | 19,7%        | 21,2%        | 14,0%        | 14,5%        | 16,1%        |
| Twilio               | 45,4%        | 52,9%        | 53,6%        | -21,0%       | 6,0%         | 8,4%         | -31,8%       | -1,5%        | 1,5%         | -33,4%       | -2,4%        | 0,8%         |
| Adobe                | 87,0%        | 89,4%        | 89,6%        | 41,9%        | 49,5%        | 49,0%        | 36,7%        | 44,8%        | 45,1%        | 29,9%        | 36,0%        | 36,7%        |
| HubSpot              | 80,1%        | 81,4%        | 82,3%        | -0,7%        | 12,6%        | 13,7%        | -4,2%        | 9,0%         | 10,0%        | -6,0%        | 7,1%         | 8,0%         |
| Salesforce           | 65,6%        | 78,3%        | 78,5%        | 19,6%        | 30,3%        | 29,8%        | 2,1%         | 20,0%        | 21,1%        | 5,5%         | 14,8%        | 16,1%        |
| Dropbox              | 79,4%        | 81,0%        | 81,2%        | 21,2%        | 35,7%        | 36,4%        | 14,2%        | 29,0%        | 29,9%        | 15,6%        | 26,1%        | 26,6%        |
| Upsales Technology   | 13,5%        | -            | -            | 21,3%        | 21,9%        | 27,3%        | 13,5%        | 16,2%        | 21,1%        | 10,4%        | 12,8%        | 16,7%        |
| Pexip Holding        | -24,6%       | 91,2%        | 91,0%        | -15,4%       | -11,5%       | 1,5%         | -24,6%       | -21,8%       | -7,9%        | -19,5%       | -20,2%       | -9,0%        |
| Basware              | 56,4%        | 58,6%        | 62,7%        | 15,6%        | 15,1%        | 16,6%        | 5,2%         | 5,6%         | 7,3%         | -7,7%        | 1,2%         | 3,4%         |
| <b>Mean</b>          | <b>42,4%</b> | <b>76,9%</b> | <b>76,7%</b> | <b>19,8%</b> | <b>25,7%</b> | <b>28,2%</b> | <b>11,0%</b> | <b>18,1%</b> | <b>21,0%</b> | <b>7,8%</b>  | <b>13,1%</b> | <b>15,9%</b> |
| <b>Median</b>        | <b>45,4%</b> | <b>85,4%</b> | <b>85,9%</b> | <b>21,3%</b> | <b>28,8%</b> | <b>30,9%</b> | <b>14,2%</b> | <b>20,0%</b> | <b>21,6%</b> | <b>13,9%</b> | <b>14,6%</b> | <b>16,4%</b> |

| Growth               | Sales  |       |       | EBITDA   |        |       | EBIT   |         |       | Net Income |        |        |
|----------------------|--------|-------|-------|----------|--------|-------|--------|---------|-------|------------|--------|--------|
|                      | LTM    | 2022  | 2023  | LTM      | 2022   | 2023  | LTM    | 2022    | 2023  | LTM        | 2022   | 2023   |
| Kahoot               | -      | 85,4% | 36,0% | 0,0%     | 189,5% | 77,2% | 0,0%   | 3361,1% | 94,1% | 0,0%       | 626,4% | 104,8% |
| Admicom              | 13,4%  | 22,1% | 15,1% | 19,0%    | 17,6%  | 14,3% | 19,8%  | 18,3%   | 10,3% | 20,2%      | 12,3%  | 20,9%  |
| Fortnox              | 34,3%  | 34,7% | 34,3% | 16,6%    | 39,6%  | 41,1% | 15,5%  | 36,9%   | 50,3% | 14,6%      | 39,2%  | 52,6%  |
| Vitec Software Group | 19,9%  | 15,7% | 12,1% | 24,1%    | 21,4%  | 15,9% | 26,4%  | 25,0%   | 19,7% | 27,8%      | 28,0%  | 22,8%  |
| SimCorp A/S          | 8,6%   | 10,4% | 7,1%  | 0,7%     | 1,5%   | 9,8%  | 1,2%   | 3,4%    | 10,0% | 15,6%      | -5,1%  | 10,8%  |
| Sinch                | 101,6% | 69,8% | 12,9% | 30,4%    | 163,7% | 27,1% | -14,9% | 120,0%  | 63,0% | 86,4%      | -53,8% | 189,7% |
| Lime Technologies    | 19,2%  | 18,6% | 16,0% | 7,3%     | 13,9%  | 17,6% | -8,8%  | 26,4%   | 25,4% | -10,1%     | 22,9%  | 28,3%  |
| Twilio               | 61,3%  | 35,0% | 29,3% | 66,6%    | -12,4% | 82,7% | 56,5%  | n.m.    | n.m.  | 57,6%      | n.m.   | n.m.   |
| Adobe                | 17,8%  | 13,1% | 14,9% | 22,2%    | 9,7%   | 13,7% | 24,1%  | 10,1%   | 15,8% | -13,3%     | 7,0%   | 17,0%  |
| HubSpot              | 47,3%  | 32,7% | 27,2% | -61,9%   | 33,6%  | 38,5% | 2,9%   | 32,7%   | 41,3% | -14,0%     | 33,1%  | 43,2%  |
| Salesforce           | 24,7%  | 21,0% | 18,1% | 19,2%    | 17,7%  | 16,1% | 20,4%  | 29,4%   | 24,9% | -64,5%     | 2,0%   | 28,3%  |
| Dropbox              | 12,7%  | 7,7%  | 7,7%  | 48,5%    | 4,0%   | 9,6%  | 99,0%  | 4,3%    | 11,0% | -235,4%    | -0,3%  | 9,6%   |
| Upsales Technology   | 23,8%  | 32,4% | 29,6% | -10,2%   | 36,4%  | 61,9% | -3,3%  | 58,7%   | 68,5% | 0,6%       | 62,9%  | 69,0%  |
| Pexip Holding        | 18,7%  | 21,0% | 20,5% | -1575,3% | n.m.   | n.m.  | 339,0% | n.m.    | n.m.  | -13,7%     | n.m.   | n.m.   |
| Basware              | 2,1%   | 5,1%  | 6,9%  | 9,0%     | n.m.   | n.m.  | 20,5%  | n.m.    | n.m.  | 129,0%     | n.m.   | n.m.   |

Källa: Factset

## Implicit WACC beräkning

Vi anser att en traditionell DCF blir för osäker för att värdera tillväxtbolag likt Checkin. Vi har därför använt vår DCF för att beräkna en implicit WACC. På nuvarande kurs handlas Checkin på en nivå kring 18%, vilket vi anser indikerar att bolaget skulle befinna betydligt tidigare än vad man gör i sin kommersialisering.

| DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA      |            |         |                                    |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
|---|------------|---------|------------------------------------|--------------|-------|--|--|--|-----------------------|--|--|--|--|------|------|------|------|------|------|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|---|--|--|-----------------------|--|--|--|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|-------|----|----|----|----|----|
| <b>Valuation output</b>                   |            |         | <b>WACC assumptions</b>            |              |       | <b>Sensitivity analysis</b>  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| Sum of PV of FCF (explicit period)        | 470        |         | Risk free nominal rate             | 2,5%         |       | <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th>WACC</th> <th>1,0%</th> <th>1,5%</th> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>17,0%</td> <td>35</td> <td>36</td> <td>37</td> <td>38</td> <td>40</td> </tr> <tr> <td>17,5%</td> <td>33</td> <td>34</td> <td>35</td> <td>36</td> <td>37</td> </tr> <tr> <td>18,0%</td> <td>31</td> <td>32</td> <td>33</td> <td>34</td> <td>35</td> </tr> <tr> <td>18,5%</td> <td>30</td> <td>30</td> <td>31</td> <td>32</td> <td>33</td> </tr> <tr> <td>19,0%</td> <td>28</td> <td>29</td> <td>29</td> <td>30</td> <td>31</td> </tr> </tbody> </table> |  |  | Long-term growth rate |  |  |  |  | WACC | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 17,0% | 35 | 36 | 37 | 38 | 40 | 17,5% | 33 | 34 | 35 | 36 | 37 | 18,0% | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 18,5% | 30 | 30 | 31 | 32 | 33 | 19,0% | 28 | 29 | 29 | 30 | 31 | <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th>WACC</th> <th>23,0%</th> <th>25,5%</th> <th>28,0%</th> <th>30,5%</th> <th>33,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>17,0%</td> <td>31</td> <td>34</td> <td>37</td> <td>40</td> <td>43</td> </tr> <tr> <td>17,5%</td> <td>29</td> <td>32</td> <td>35</td> <td>38</td> <td>41</td> </tr> <tr> <td>18,0%</td> <td>28</td> <td>30</td> <td>33</td> <td>36</td> <td>38</td> </tr> <tr> <td>18,5%</td> <td>26</td> <td>29</td> <td>31</td> <td>34</td> <td>36</td> </tr> <tr> <td>19,0%</td> <td>25</td> <td>27</td> <td>29</td> <td>32</td> <td>34</td> </tr> </tbody> </table> |  |  | Long-term EBIT margin |  |  |  |  | WACC | 23,0% | 25,5% | 28,0% | 30,5% | 33,0% | 17,0% | 31 | 34 | 37 | 40 | 43 | 17,5% | 29 | 32 | 35 | 38 | 41 | 18,0% | 28 | 30 | 33 | 36 | 38 | 18,5% | 26 | 29 | 31 | 34 | 36 | 19,0% | 25 | 27 | 29 | 32 | 34 |
| Long-term growth rate                     |            |         |                                    |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| WACC                                      | 1,0%       | 1,5%    | 2,0%                               | 2,5%         | 3,0%  |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 17,0%                                     | 35         | 36      | 37                                 | 38           | 40    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 17,5%                                     | 33         | 34      | 35                                 | 36           | 37    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 18,0%                                     | 31         | 32      | 33                                 | 34           | 35    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 18,5%                                     | 30         | 30      | 31                                 | 32           | 33    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 19,0%                                     | 28         | 29      | 29                                 | 30           | 31    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| Long-term EBIT margin                     |            |         |                                    |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| WACC                                      | 23,0%      | 25,5%   | 28,0%                              | 30,5%        | 33,0% |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 17,0%                                     | 31         | 34      | 37                                 | 40           | 43    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 17,5%                                     | 29         | 32      | 35                                 | 38           | 41    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 18,0%                                     | 28         | 30      | 33                                 | 36           | 38    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 18,5%                                     | 26         | 29      | 31                                 | 34           | 36    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 19,0%                                     | 25         | 27      | 29                                 | 32           | 34    |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 469        |         | Risk premium                       | 5,5%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| <b>Enterprise value</b>                   | <b>938</b> |         | Extra risk premium                 | 7,5%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| Latest net debt                           | -35        |         | Beta                               | 1,2          |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| Minority interests & other                | 0          |         | Cost of equity                     | 10,1%        |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| <b>Equity value</b>                       | <b>973</b> |         | Cost of debt (pre-tax)             | 3,0%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| No. of shares outstanding (millions)      | 30         |         | Tax rate                           | 22%          |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| <b>Equity value per share (SEK)</b>       | <b>33</b>  |         | <b>Target debt/(debt + equity)</b> | <b>0%</b>    |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
|   |            |         | <b>Implicit WACC</b>               | <b>18,1%</b> |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| <b>Implicit multipl.</b>                  |            |         | <b>Terminal value assumptions</b>  |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| 2021                                      | 2022       | 2023    | Long term growth rate              | 2,0%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| EV/Sales                                  | 24,1       | 12,2    | Long term EBIT margin              | 28,0%        |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| EV/EBITDA                                 | -343,9     | -9400,3 | Depreciation (% of sales)          | 3,0%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| EV/EBIT                                   | -138,8     | -76,8   | Capex (% of sales)                 | 5,0%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| EV/NOPLAT                                 | -178,0     | -98,5   | Working cap. (% of sales)          | 3,0%         |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| P/E                                       |            |         | Tax rate                           | 22%          |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| ROIC/WACC                                 |            |         |                                    |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |
| Current Share price                       | 36,00      |         |                                    |              |       |  |  |  |                       |  |  |  |  |      |      |      |      |      |      |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |   |  |  |                       |  |  |  |  |      |       |       |       |       |       |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |       |    |    |    |    |    |

| DCF (SEKm)                        | 2022-05-19 | dec-19 | dec-20 | dec-21 | dec-22 | dec-23 | dec-24 | dec-25 | dec-26 | dec-27 | dec-28 | dec-29 | dec-30 | dec-31 | dec-32 | dec-33 | Terminal |
|-----------------------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Sales                             | 12         | 22     | 39     | 77     | 151    | 258    | 409    | 614    | 868    | 1 153  | 1 472  | 1 804  | 2 119  | 2 379  | 2 549  | 2 600  |          |
| EBITDA                            | -7         | 2      | -3     | 0      | 31     | 80     | 135    | 222    | 309    | 402    | 504    | 606    | 698    | 769    | 807    | 806    |          |
| - Depreciation                    | -1         | -2     | -4     | -12    | -16    | -20    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    | -22    |          |
| = EBIT                            | -8         | -1     | -7     | -12    | 14     | 60     | 113    | 170    | 240    | 320    | 409    | 502    | 591    | 664    | 713    | 728    |          |
| - Tax on EBIT                     | 2          | 0      | 1      | 3      | -3     | -13    | -25    | -37    | -53    | -70    | -90    | -110   | -130   | -146   | -157   | -160   |          |
| = NOPLAT                          | -6         | -1     | -5     | -10    | 11     | 47     | 88     | 132    | 187    | 249    | 319    | 392    | 461    | 518    | 556    | 568    |          |
| + Depreciation                    | 1          | 2      | 4      | 12     | 16     | 20     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     |          |
| = Gross cash flow                 | -6         | 2      | -1     | 3      | 27     | 66     | 110    | 185    | 256    | 332    | 414    | 496    | 568    | 622    | 650    | 646    |          |
| - Capex                           | -6         | -7     | -4     | -7     | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    | -28    |          |
| + Increase (+decrease) in WC      | -1         | -2     | 3      | -4     | -3     | -5     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     | -6     |          |
| = Free cash flow from operations  | -13        | -7     | -42    | -79    | -4     | 33     | 76     | 90     | 133    | 184    | 244    | 310    | 378    | 440    | 488    | 515    |          |
| PV of cash flow                   |            |        | -46    | -72    | -3     | 22     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     | 42     |          |
| % of Enterprise value             |            |        | -5%    | -8%    | 0%     | 2%     | 5%     | 4%     | 6%     | 7%     | 7%     | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     |          |
| Accumulated % of Enterprise value |            |        | -5%    | -13%   | -13%   | -11%   | -6%    | -2%    | 4%     | 11%    | 18%    | 26%    | 34%    | 42%    | 50%    | 100%   |          |

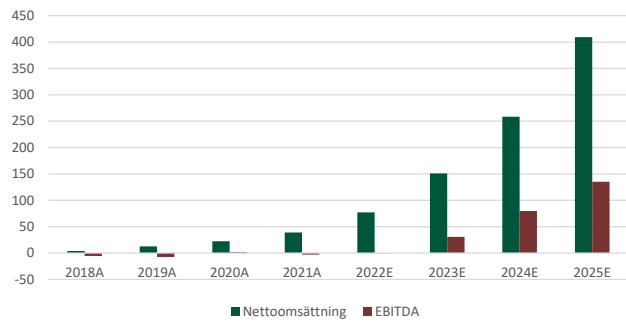
  

| Key figures                  | 2019  | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  | 2033  | 2034 |
|------------------------------|-------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Sales growth                 | 79,7% | 74,3%  | 98,3%  | 95,9%   | 71,0%  | 58,5% | 49,9% | 41,4% | 32,8% | 27,7% | 22,6% | 17,4% | 12,3% | 7,1%  | 2,0%  |      |
| EBITDA margin                | 8%    | -7%    | 0%     | 20%     | 30,9%  | 33,0% | 36,2% | 35,6% | 34,9% | 34,3% | 33,6% | 33,0% | 32,3% | 31,7% | 31,0% |      |
| EBITDA growth                | -122% | -263%  | -96%   | -30661% | 161,3% | 69,5% | 64,5% | 38,8% | 30,4% | 25,3% | 20,2% | 15,1% | 10,1% | 5,0%  | -0,1% |      |
| EBIT margin                  | -3%   | -17%   | -16%   | 10%     | 23,3%  | 27,6% | 27,7% | 27,7% | 27,8% | 27,8% | 27,9% | 27,9% | 28,0% | 28,0% | 28,0% |      |
| Depreciation (% of sales)    | 10,4% | 10,4%  | 15,7%  | 10,6%   | 9,9%   | 9,3%  | 8,6%  | 7,9%  | 7,2%  | 6,5%  | 5,8%  | 5,1%  | 4,4%  | 3,7%  | 3,0%  |      |
| Capex (% of sales)           | 31,3% | 112,8% | 100,1% | 18,5%   | 17,3%  | 16,1% | 14,8% | 13,6% | 12,4% | 11,2% | 9,9%  | 8,7%  | 7,5%  | 6,2%  | 5,0%  |      |
| Capex (% of depreciation)    | 300%  | 1087%  | 637%   | 174%    | 143%   | 127%  | 173%  | 173%  | 173%  | 172%  | 172%  | 171%  | 170%  | 169%  | 167%  |      |
| Working capital (% of sales) |       | 7%     | -7%    | 5%      | 2%     | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    |      |
| Tax rate                     | 22%   | 22%    | 22%    | 22%     | 22%    | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   | 22%   |      |

Källa: EPB

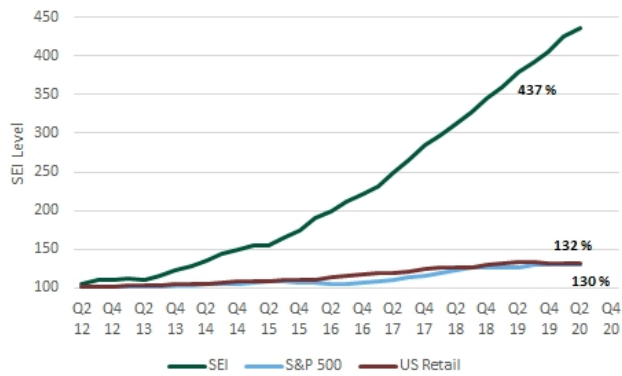
## Checkin i grafer

### Försäljningsutveckling (mkr)



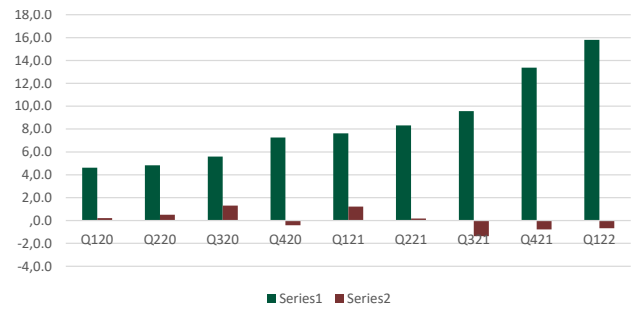
Källa: EPB

### SEI Index level vs S&P 500 och retail sales growth



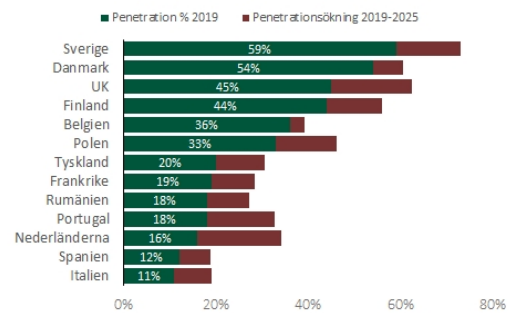
Källa: S&P

### Kvartalsvisdata



Källa: EPB

### Utveckling internationella spelmarknader



Kindred H2 Gambling Capital

## Resultaträkning

|                                    | 2018A       | 2019A       | 2020A        | 2021A       | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning</b>             | <b>3,9</b>  | <b>12,4</b> | <b>22,3</b>  | <b>38,9</b> | <b>77,1</b>  | <b>151,0</b> | <b>258,3</b> | <b>409,4</b> |
| Kapitaliseringar                   | 2,6         | 6,0         | 6,9          | 16,6        | 26,0         | 28,0         | 28,0         | 28,0         |
| Övriga intäkter                    |             | 0,1         | 1,3          | 1,3         | 0,3          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Totala Intäkter</b>             | <b>6,5</b>  | <b>18,5</b> | <b>30,5</b>  | <b>56,7</b> | <b>103,5</b> | <b>179,0</b> | <b>286,3</b> | <b>437,4</b> |
| Direkta Kostnader                  |             |             | -4,2         | -6,4        | -11,9        | -24,2        | -38,7        | -61,4        |
| Bruttovinst                        | <b>3,9</b>  | <b>12,4</b> | <b>18,1</b>  | <b>32,5</b> | <b>65,2</b>  | <b>126,9</b> | <b>219,6</b> | <b>348,0</b> |
| Personalkostnader                  | -3,4        | -17,6       | -19,1        | -36,7       | -61,6        | -72,7        | -85,1        | -114,3       |
| Övriga kostnader                   | -6,1        | -8,4        | -5,4         | -16,4       | -30,0        | -51,6        | -82,8        | -126,6       |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>-5,7</b> | <b>-7,5</b> | <b>1,7</b>   | <b>-2,7</b> | <b>-0,1</b>  | <b>30,5</b>  | <b>79,7</b>  | <b>135,1</b> |
| Avskrivningar                      | -0,2        | -0,7        | -2,3         | -4,0        | -12,1        | -16,1        | -19,6        | -22,1        |
| <b>EBIT</b>                        | <b>-3,3</b> | <b>-8,2</b> | <b>-0,65</b> | <b>-6,8</b> | <b>-12,2</b> | <b>14,4</b>  | <b>60,1</b>  | <b>113,0</b> |
| Finansnetto                        | -0,1        | -0,2        | -0,1         | -0,3        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Resultat före skatt</b>         | <b>-3,3</b> | <b>-8,5</b> | <b>-0,8</b>  | <b>-7,0</b> | <b>-12,5</b> | <b>14,4</b>  | <b>60,1</b>  | <b>113,0</b> |
| Skatter                            | 0,7         | 0,0         | 0,0          | 0,2         | 0,1          | -2,1         | -12,6        | -23,7        |
| Minoritetsintressen                | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoresultat (rapporterat)</b> | <b>-2,6</b> | <b>-8,5</b> | <b>-0,8</b>  | <b>-6,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>12,3</b>  | <b>47,5</b>  | <b>89,3</b>  |
| <b>Nettoresultat (justerat)</b>    | <b>-2,6</b> | <b>-8,5</b> | <b>-0,8</b>  | <b>-6,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>12,3</b>  | <b>47,5</b>  | <b>89,3</b>  |

Källa: EPB

## Balansräkning

|  | 2018A       | 2019A       | 2020A       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>  |             |             |             |              |              |              |              |              |
| Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten | 3,3         | 8,6         | 13,7        | 27,9         | 43,4         | 55,3         | 63,8         | 69,7         |
| Övriga immateriella tillgångar                                   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 70,7         | 120,8        | 120,8        | 120,8        | 120,8        |
| Materiella anläggningstillgångar                                 | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 15,6         | 8,3          | 8,3          | 8,3          | 8,3          |
| Övriga anläggningstillgångar                                     | 1           | 0           | 2           | 11           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>                               | <b>4,4</b>  | <b>8,9</b>  | <b>15,5</b> | <b>125,6</b> | <b>173,8</b> | <b>185,7</b> | <b>194,2</b> | <b>200,1</b> |
| Totala fordringar  | 1,7         | 4,6         | 7,9         | 11,3         | 21,2         | 39,1         | 66,8         | 100,2        |
| Likvida medel  | 5,4         | 10,1        | 5,9         | 91,6         | 39,3         | 36,5         | 70,6         | 147,9        |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>                               | <b>5,4</b>  | <b>10,1</b> | <b>5,9</b>  | <b>91,6</b>  | <b>39,3</b>  | <b>36,5</b>  | <b>70,6</b>  | <b>147,9</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>  | <b>11,5</b> | <b>23,6</b> | <b>29,3</b> | <b>228,5</b> | <b>234,3</b> | <b>261,3</b> | <b>331,5</b> | <b>448,2</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                                  |             |             |             |              |              |              |              |              |
| Eget kapital   | 9,4         | 19,9        | 19,5        | 181,7        | 184,0        | 196,3        | 243,8        | 333,2        |
| Minoritetsintressen  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Summa eget kapital</b>  | <b>9,4</b>  | <b>19,9</b> | <b>19,5</b> | <b>181,7</b> | <b>184,0</b> | <b>196,3</b> | <b>243,8</b> | <b>333,2</b> |
| Långfristiga finansiella skulder                                 | 0,8         | 0,6         | 2,9         | 29,3         | 27,8         | 27,8         | 27,8         | 27,8         |
| Uppskjutna skatteskulder   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0            |
| Övriga långfristiga skulder                                      | 0,0         | 0,0         | 1,2         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0            |
| Tilläggsköpeskillingar   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0            |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>                                | <b>0,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>4,1</b>  | <b>29,3</b>  | <b>27,8</b>  | <b>27,8</b>  | <b>27,8</b>  | <b>27,8</b>  |
| Kortfristiga finansiella skulder                                 | 0,2         | 0,2         | 0,6         | 5,3          | 4,8          | 4,8          | 4,8          | 4,8          |
| Leverantörsskulder och upplupnakostnader                         | 1,1         | 2,8         | 4,4         | 11,5         | 17,2         | 32,0         | 54,6         | 82,0         |
| Skatteskulder  | 0,0         | 0,2         | 0,4         | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| Övriga skulder   | 0,0         | 0,0         | 0,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0            |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>                                | <b>1,3</b>  | <b>3,2</b>  | <b>5,7</b>  | <b>17,5</b>  | <b>22,5</b>  | <b>37,2</b>  | <b>59,9</b>  | <b>87,3</b>  |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                            | <b>11,5</b> | <b>23,6</b> | <b>29,3</b> | <b>228,5</b> | <b>234,3</b> | <b>261,3</b> | <b>331,5</b> | <b>448,2</b> |

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

|   | 2018A | 2019A        | 2020A       | 2021A         | 2022E        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |
|---|-------|--------------|-------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Vinst före skatt                                      |       | -8,5         | -0,8        | -7,0          | -12,5        | 14,4         | 60,1          | 113,0         |
| Skatt   |       |              |             | 0,2           | 0,1          | -2,1         | -12,6         | -23,7         |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     |       | -1,3         | -0,1        | -2,6          | 12,1         | 16,1         | 19,6          | 22,1          |
| Förändringar i rörelsekapital                         |       | -1,1         | -1,5        | 2,7           | -4,1         | -3,2         | -5,0          | -6,1          |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> |       | <b>-8,6</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,8</b>    | <b>-4,5</b>  | <b>25,1</b>  | <b>62,1</b>   | <b>105,3</b>  |
| Investeringar   |       | -6,1         | -7,0        | -43,8         | -77,2        | -28,0        | -28,0         | -28,0         |
| Avyttringar   |       | 0,0          | 0,0         | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0           | 0,0           |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               |       | <b>-14,7</b> | <b>-6,3</b> | <b>-43,0</b>  | <b>-81,7</b> | <b>-2,9</b>  | <b>34,1</b>   | <b>77,3</b>   |
| Finansieringsverksamheten                             |       | 19,5         | 2,2         | 129,4         | 25,6         | 0,0          | 0,0           | 0,0           |
| <b>Kassaflöde</b>                                     |       | <b>4,8</b>   | <b>-4,1</b> | <b>86,4</b>   | <b>-56,1</b> | <b>-2,9</b>  | <b>34,1</b>   | <b>77,3</b>   |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel                 |       | 0,0          | 0,0         | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0           | 0,0           |
| <b>Nettoskuld</b>                                     |       | <b>-9,5</b>  | <b>-6,5</b> | <b>-126,2</b> | <b>-71,9</b> | <b>-69,0</b> | <b>-103,1</b> | <b>-180,4</b> |

Källa: EPB



## Nyckeltal

|  | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad                                 | -0,09 | -0,28 | -0,03 | -0,23 | -0,42 | 0,41  | 1,59  | 2,99  |
| EPS Justerad                                     | -0,09 | -0,28 | -0,03 | -0,23 | -0,42 | 0,41  | 1,59  | 2,99  |
| FCF/aktie  |       |       | -0,3  | -2,2  | -2,3  | 1,0   | 2,5   | 4,3   |
| Utdelning/aktie                                  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| EK/Aktie   | 0,4   | 0,9   | 0,9   | 7,4   | 7,5   | 8,0   | 10,0  | 13,7  |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  |

|                           | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2021A  | 2022E    | 2023E  | 2024E  | 2025E |
|---------------------------|---------|---------|---------|--------|----------|--------|--------|-------|
| P/E, justerat             | -416,97 | -127,02 | n.m     | n.m    | n.m      | n.m    | 22,62  | 12,03 |
| P/EK                      | 114,47  | 54,07   | 55,13   | 5,91   | 5,84     | 5,47   | 4,41   | 3,23  |
| P/FCF                     | n.m     | n.m     | -115,54 | -16,74 | -15,79   | 34,93  | 14,15  | 8,34  |
| Direktavkastning          | 0,00    | 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   | 0,00  |
| EV/Sales                  | 274,04  | 85,83   | 48,08   | 26,18  | 13,85    | 7,09   | 4,01   | 2,34  |
| EV/EBITDA                 | -188,8  | -142,1  | 639,7   | n.m    | -10696,4 | 35,1   | 13,0   | 7,1   |
| EV/EBIT                   | -328,1  | -129,6  | -1651,9 | -150,5 | -87,4    | 74,2   | 17,2   | 8,5   |
| EV, årets slut            | 1070,1  | 1065,2  | 1072,1  | 1017,5 | 1067,7   | 1070,5 | 1036,4 | 959,1 |

Källa: EPB

## Kvartalsvis data

| Resultaträkning                  |             |            |            |             |             |             |             |             |             |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                  | Q120        | Q220       | Q320       | Q420        | Q121        | Q221        | Q321        | Q421        | Q122        |
| Nettoomsättning                  | 4,6         | 4,8        | 5,6        | 7,3         | 7,6         | 8,3         | 9,6         | 13,4        | 15,8        |
| Aktiveringar                     | 1,9         | 1,8        | 1,6        | 1,6         | 2,8         | 3,2         | 4,1         | 6,5         | 6,5         |
| Övriga rörelseintäkter           | 0,1         | 0,7        | 0,3        | 0,2         |             |             |             | 1,2         | 0,3         |
| <b>Totala intäkter</b>           | <b>6,6</b>  | <b>7,3</b> | <b>7,5</b> | <b>9,1</b>  | <b>10,5</b> | <b>11,5</b> | <b>13,7</b> | <b>21,1</b> | <b>22,6</b> |
| Direkta kostnader                |             |            | -1,0       | -1,5        |             |             | -2,0        | -2,1        | -2,1        |
| <b>Bruttovinst</b>               | <b>4,6</b>  | <b>4,8</b> | <b>6,5</b> | <b>7,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>8,3</b>  | <b>11,6</b> | <b>19,0</b> | <b>20,5</b> |
| Övriga externa kostnader         | -1,6        | -2,0       | -1,1       | -2,6        | -2,5        | -3,9        | -0,1        | -0,8        | -0,3        |
| Personalkostnader                | -4,8        | -4,7       | -4,1       | -5,2        | -6,8        | -7,4        | -9,0        | -12,2       | -14,4       |
| Övriga kostnader                 | 0,0         | -0,1       | 0,0        | -0,1        | -0,1        | 0,0         | -3,9        | -6,8        | -6,5        |
| Extraordinära kostnader          | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,5</b> | <b>1,3</b> | <b>-0,4</b> | <b>1,2</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-1,4</b> | <b>-0,8</b> | <b>-0,7</b> |
| Avskrivningar                    | -0,5        | -0,5       | -0,5       | -0,6        | -0,6        | -0,7        | -2,8        | -1,0        | -2,9        |
| Goodwillnedskrivningar           | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Resultat (EBIT)</b>           | <b>-0,3</b> | <b>0,0</b> | <b>0,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>0,6</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-4,1</b> | <b>-1,8</b> | <b>-3,6</b> |
| Finansiella intäkter             | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Finansiella kostnader            | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | -0,3        |
| <b>Resultat före skatt</b>       | <b>-0,3</b> | <b>0,0</b> | <b>0,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>0,5</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-4,2</b> | <b>-1,8</b> | <b>-3,9</b> |
| Skatter                          | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,1         |
| Minoritetsintressen              | 0           | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Nettoresultat Rapporterat</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,0</b> | <b>0,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>0,5</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-4,2</b> | <b>-1,7</b> | <b>-3,8</b> |
| Tillväxt och marginaler          |             |            |            |             |             |             |             |             |             |
|                                  | Q120        | Q220       | Q320       | Q420        | Q121        | Q221        | Q321        | Q421        | Q122        |
| Omsättningstillväxt              | nmf         | nmf        | nmf        | nmf         | 65%         | 72%         | 71%         | 84%         | 107%        |
| EBIT, tillväxt                   | nmf         | nmf        | nmf        | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         |
| EBITDA-marginal                  | nmf         | nmf        | nmf        | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         |
| EBIT-marginal                    | nmf         | nmf        | nmf        | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         | nmf         |

Källa: EPB

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 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](http://www.penser.se)