



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 19 Juli 2022

## eEducation Albert

### Stark tillväxt i kvartalet

#### Starka siffror genom hela rapporten....

Omsättningen i kvartalet uppgick till 31,1 mkr vs vårt estimat om 26,3 mkr. Detta motsvarar en tillväxt om 102% y/y varav 32% var organisk. ARR uppgick till 130,6 mkr vs vårt estimat om 138 mkr. Detta motsvarar en tillväxt om 89% varav 40% var organisk. EBITDA uppgick till -10,9 mkr vs vårt estimat om -13,4 mkr. Antalet prenumeranter växer med ca 44% y/y och ARPU stiger med 5% y/y.

#### ...rör sig mot intäktsmålet...

Trots den starka försäljningssiffran i kvartalet gör vi endast marginella estimatförändringar under vår prognosperiod. För perioden 22-23 tar vi höjd för en något högre kostnadbas och sänker EBITDA med i snitt 8 mkr. För kommande år 24-25 höjer vi EBITDA med ca 7 mkr per år. Sammanfattningsvis är vi trygga i att Albert rör sig emot sina 2025 mål, dvs en omsättning om 500 mkr.

#### ...men ändrat marknadsklimat återspeglar justering av motiverat värde

Trots de starka siffrorna sänker vi vårt motiverade värde till 55-57 (60-63) kr för Albert. Anledningen är den fortsatt kraftiga multipelkontraktionen vi sett på marknaden. I vårt motiverade värde har vi applicerat en rabatt om 35% vs andra svenska mjukvarubolag.

| Estimatändring (kr) |       |       |       | Prognos (kr)     |         |         |         |                 | Värde och risk                   |         |
|---------------------|-------|-------|-------|------------------|---------|---------|---------|-----------------|----------------------------------|---------|
|                     | Nu    | Förr  |       | 21               | 22e     | 23e     | 24e     | Motiverat värde | 55.0 - 57.0                      |         |
| Omsättning, mkr 22e | 119.5 | 118.6 | 0.8%  | Omsättning, mkr  | 63      | 120     | 170     | 255             | Aktiekurs                        | SEK27.5 |
| Omsättning, mkr 23e | 170.3 | 175.1 | -2.7% | Tillväxt         | 162%    | 91%     | 43%     | 49%             | Riskenivå                        | Medium  |
| Omsättning, mkr 24e | 254.6 | 242.6 | 4.9%  | EBITDA, mkr      | (52.4)  | (63.0)  | (52.1)  | (17.2)          | <b>Kursutveckling 12 mån</b><br> |         |
|                     |       |       |       | EBIT, mkr        | (57)    | (91)    | (78)    | (39)            |                                  |         |
|                     |       |       |       | EPS, justerad    | (3.3)   | (5.1)   | (4.4)   | (2.2)           |                                  |         |
|                     |       |       |       | EPS tillväxt     | (45%)   | 191%    | 24%     | -%              |                                  |         |
|                     |       |       |       | EK/aktie         | 15.2    | 10.2    | 5.8     | 3.6             |                                  |         |
|                     |       |       |       | Utdelning/aktie  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0             |                                  |         |
|                     |       |       |       | EBIT-marginal    | (91.4)% | (75.9)% | (45.6)% | (15.2)%         |                                  |         |
|                     |       |       |       | ROE (%)          | (34.0)% | (39.9)% | (55.3)% | (47.2)%         |                                  |         |
|                     |       |       |       | ROCE             | (16.9)% | (22.8)% | (26.4)% | (17.6)%         |                                  |         |
|                     |       |       |       | EV/Sales         | 9.6x    | 5.0x    | 3.5x    | 2.4x            |                                  |         |
|                     |       |       |       | EV/EBITDA        | (11.5)x | (9.5)x  | (11.5)x | (34.9)x         |                                  |         |
|                     |       |       |       | EV/EBIT          | (10.5)x | (6.6)x  | (7.7)x  | (15.5)x         |                                  |         |
|                     |       |       |       | P/E, justerad    | (8.5)x  | (5.4)x  | (6.2)x  | (12.5)x         |                                  |         |
|                     |       |       |       | P/EK             | 1.8x    | 2.7x    | 4.8x    | 7.7x            |                                  |         |
|                     |       |       |       | Direktavkastning | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%            |                                  |         |
|                     |       |       |       | FCF yield        | (10.3)% | (11.2)% | (9.1)%  | (4.1)%          |                                  |         |
|                     |       |       |       | Nettosk./EBITDA  | 4.8g    | 1.2g    | 0.3g    | (0.7)g          |                                  |         |

#### Kommande händelser

Q3 2022-11-01

#### Bolagsfakta (mkr)

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Antal aktier               | 18m       |
| Börsvärde                  | 485       |
| Nettoskuld                 | 116       |
| EV                         | 601       |
| Free float                 | 24%       |
| Daglig handelsvolym, snitt | 274(k)    |
| Reuters/Bloomberg          | ALBERT:SS |

#### Analytiker

rikard.engberg@penser.se



# Sammanfattning

## Stark tillväxt i kvartalet

### Investment Case

Albert har en ledande ställning på den europeiska marknaden inom EdTech, en marknad som väntas växa med ett snitt om 32% under perioden 2020-2022. Detta är delvis en följd av coronapandemin, men bygger även på att dagens skolväsende har problem att klara sin uppgift med enbart analoga plattformar. Den europeiska marknaden är till skillnad från den amerikanska och asiatiska väldigt fragmenterad och vi bedömer att Albert med sin ledande position kan ta en aktiv roll i konsolideringen av denna marknad.

### Bolagsprofil

Albert har utvecklat den ledande plattformen för matematik och flertalet andra ämnen på den svenska marknaden och har även påbörjat expansion till fler europeiska länder. Plattformen är modulbaserad och kopplad till nationella läroplaner, vilket gör att man snabbt kan bygga upp närvaro på en ny marknad samt utöka utbudet av ämnen.

Albert säljer sin produkt som en SaaS-lösning till föräldrar med barn i grundskolan. Bolaget har i dagsläget en ARR (Annual Recurring Revenue) om 81 mkr. Att sälja sina tjänster som en prenumeration minskar volatiliteten i intäkterna samt möjliggör en stabil långsiktig tillväxt. Bolaget har som målsättning att nå en omsättning om 500 mkr 2025 och lyckas bolaget med detta ser vi en stor potential i aktien.

I Europa finns i dagsläget endast 15 EdTech-bolag med en värdering över USD 100m, Albert ligger strax under. Vi bedömer således att bolaget har god möjlighet att vara en av de aktörer som konsoliderar den europeiska marknaden.

### Värdering

Vi har valt att använda oss av en multipelvärdering på våra estimat 2025 för att värdera Albert. Denna värdering har sedan diskonterats till ett nuvärde med en diskonteringsränta om 18% som en proxy för IRR. Då Albert har en relativt hög churn rate anser vi att bolaget ska värderas på en rabatt om ca 35% relativt de nordiska mjukvarubolagen vi har i vårt peer set. Detta resulterar sammantaget i ett motiverat värde om 55–57 kr. Rabatten uppgår nu till ca 75%. Ser vi inte någon multipelexpansion i Albert så indikerar nuvarande kurs en IRR om 14% under perioden 2022-2025 om våra estimat nås.

## Kvartalet i detalj

Omsättningen i kvartalet uppgick till 31,1 mkr vs vårt estimat om 26,3 mkr. Detta motsvarar en tillväxt om 102% y/y varav 32% var organisk. ARR uppgick till 130,6 mkr vs vårt estimat om 138 mkr. Detta motsvarar en tillväxt om 89% varav 40% var organisk. Skillnaden i ARR och omsättningstillväxt förklaras i att bolaget konsoliderade ARR från de senaste förvärven redan i Q1 men inte samtliga intäkter under kvartalet.

- Intäkterna ifrån den svenska B2C verksamheten uppgick till 13,3 mkr vilket motsvarar en tillväxt om ca 50% y/y. Vi bedömer att bolagets kampanjer under Q1 och Q2 har bidragit till den starka tillväxten.
- Intäkterna ifrån övriga B2C marknader uppgick till 9,3 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 43% y/y. Bolaget ser en god tillväxt på samtliga marknader.
- Intäkterna ifrån den brittiska B2B verksamheten uppgick till 8 mkr. Vi bedömer att bolaget kommer fortsätta expandera detta område under kommande år. B2B intäkterna sänker volatiliteten i intjäningen vilket är en nyckel för höjd värdering framgent.
- Övriga B2B intäkter uppgick till 0,5 mkr

Bolaget bedömer att den sommarkampanj som pågår har visat goda nyckeltal vilket gör att vi är trygga i våra kortsiktiga intäktsestimater.

### Produktspecifika nyckeltal

---

Antalet prenumeranter i B2C verksamheten uppgick till 86 100 vilket motsvarar en tillväxt om 44% y/y. ARPU uppgick till 101,6 kr vilket motsvarar en tillväxt om 4,7% y/y. Siffrorna reflekterar bolagets strategi om att öka antalet prenumeranter.

Antalet prenumeranter i B2B verksamheten uppgick till 667 700. Prenumeranterna har tillkommit via förvärvet av Sumdogs i UK. ARPU uppgick till 3,2 kr. Intäkterna är lägre då produkten säljs direkt till skolor. Churn är således väsentligt lägre än inom B2B-verksamheten. Vi bedömer att bolaget på sikt kan se att ARPU ifrån B2B verksamheten närmar sig B2C verksamheten.

## Nyheter under kvartalet

---

Under kvartalet har bolaget skrivit ett licensavtal med Bonnier om att lansera en matematik bok för åldern 6-9 år baserad på Alberts IP. Vi bedömer att detta på sikt kan stärka intjäningen för Albert och minska churn på den svenska markanden.

## Estimatförändringar

---

Vi gör endast marginella förändringar på intäktsestimaten. På kostnadssidan tar vi höjd för ökad kostnadsbas med anledning av att vi nu har sett ett helt kvartal med dessa.

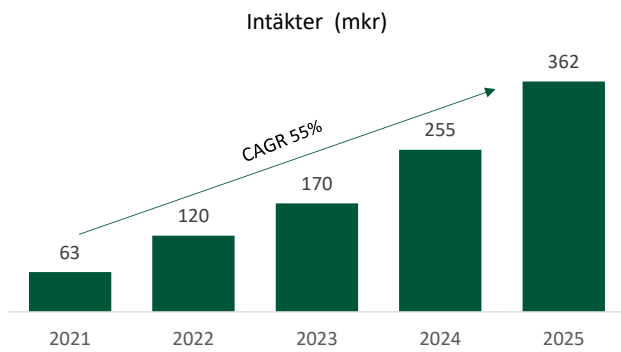
## Estimatförändringar

---

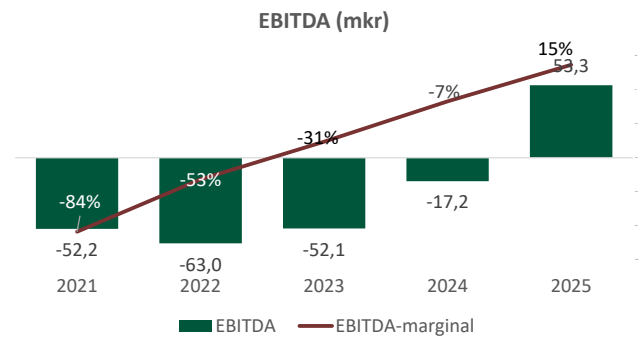
|  | 2021 | 2022  | 2023  | 2024 | 2025  |
|--|------|-------|-------|------|-------|
|  | 0%   | 0,8%  | -2,7% | 4,9% | -2,1% |
|  | 0%   | 12%   | 24%   | -28% | 15%   |
|  | 0%   | 13%   | 23%   | -7%  | 11%   |
|  | 0%   | 12%   | 23%   | -7%  | 11%   |
|  | 0,0  | 0,9   | -4,8  | 12,0 | -7,7  |
|  | 0,0  | -6,5  | -10,2 | 6,8  | 6,9   |
|  | 0,0  | -10,4 | -14,4 | 2,9  | 3,5   |

Källa: EPB

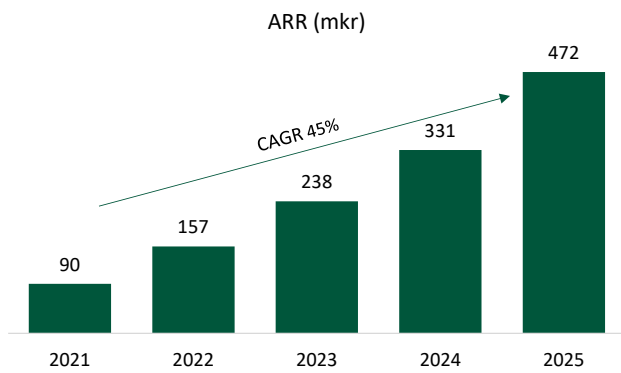
## Albert i grafer



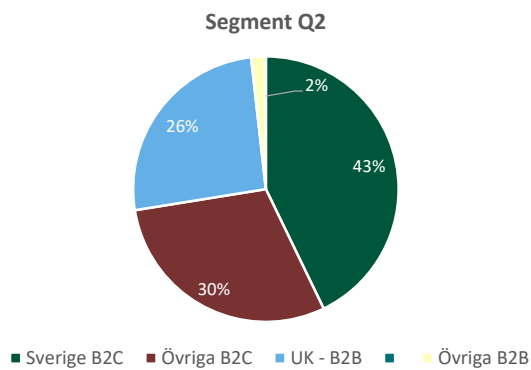
Källa: EPB



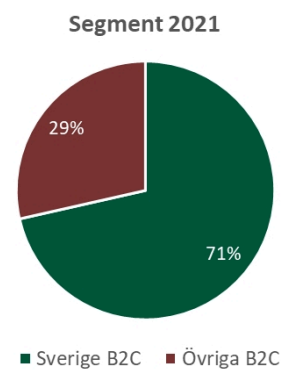
Källa: EPB



Källa: EPB



Källa: Albert



Källa: Albert

# Värdering

## Peers

| Valuation              | MCAP<br>(sek) | EV<br>(sek) | EV / Sales   |              |              | EV / EBITDA  |              |              | EV / EBIT    |              |              | Price / Earnings |              |              |
|------------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|
|                        |               |             | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM              | 2022         | 2023         |
| Admicom                | 2 960         | 2 988       | 10,13x       | 8,93x        | 7,76x        | 21,4x        | 19,3x        | 16,7x        | 25,2x        | 23,7x        | 20,3x        | 32,5x            | 31,3x        | 26,1x        |
| Fortnox                | 30 725        | 30 792      | 30,41x       | 24,11x       | 18,12x       | 71,6x        | 52,1x        | 37,6x        | 92,3x        | 64,9x        | 44,5x        | 117,4x           | 86,0x        | 58,9x        |
| Vitec Software Group   | 14 136        | 14 572      | 8,86x        | 7,61x        | 6,64x        | 23,4x        | 21,3x        | 17,5x        | 45,0x        | 41,3x        | 33,3x        | 61,7x            | 40,4x        | 32,8x        |
| SimCorp A/S            | 30 330        | 29 611      | 5,62x        | 5,15x        | 4,78x        | 20,4x        | 19,4x        | 17,3x        | 22,9x        | 21,6x        | 19,2x        | 27,3x            | 28,0x        | 24,3x        |
| Sinch                  | 19 558        | 30 414      | 1,57x        | 1,07x        | 0,92x        | 17,7x        | 9,3x         | 7,6x         | 51,1x        | 17,3x        | 12,1x        | 20,9x            | 83,1x        | 16,9x        |
| Lime Technologies      | 3 321         | 3 521       | 7,84x        | 7,28x        | 6,27x        | 27,2x        | 22,9x        | 19,4x        | 44,0x        | 38,8x        | 30,3x        | 55,1x            | 37,1x        | 29,1x        |
| Kahoot                 | 9 830         | 9 149       | 9,38x        | 5,92x        | 4,30x        | 85,4x        | 34,7x        | 16,2x        | -            | 55,6x        | 18,7x        | 13030,0x         | 129,8x       | 27,8x        |
| Twilio                 | 159 903       | 123 108     | 3,69x        | 3,00x        | 2,32x        | -            | 51,1x        | 30,9x        | -            | (203,0x)     | 192,5x       | (15,7x)          | -            | 437,5x       |
| Upsales Technology     | 998           | 935         | 9,26x        | 7,36x        | 5,50x        | 49,8x        | 34,6x        | 19,9x        | 77,8x        | 34,7x        | 20,1x        | 104,5x           | 65,9x        | 35,1x        |
| Albert                 | 486           | 331         | 9,60x        | 5,00x        | 3,50x        | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -                | -            | -            |
| <b>Albert vs peers</b> |               |             | <b>6%</b>    | <b>-24%</b>  | <b>-32%</b>  | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>         | <b>-</b>     | <b>-</b>     |
| <b>Mean</b>            |               |             | <b>9,61x</b> | <b>7,64x</b> | <b>6,09x</b> | <b>44,7x</b> | <b>29,9x</b> | <b>19,9x</b> | <b>51,2x</b> | <b>15,0x</b> | <b>40,9x</b> | <b>2646,4x</b>   | <b>70,2x</b> | <b>71,6x</b> |
| <b>Median</b>          |               |             | <b>9,06x</b> | <b>6,60x</b> | <b>5,14x</b> | <b>27,2x</b> | <b>28,7x</b> | <b>17,4x</b> | <b>45,0x</b> | <b>36,8x</b> | <b>20,2x</b> | <b>58,4x</b>     | <b>65,9x</b> | <b>28,5x</b> |

| Margins              | Gross income |              |              | EBITDA       |              |              | EBIT         |              |              | Net Income   |              |              |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         |
| Kahoot               | 34,1%        | 93,9%        | 90,8%        | 11,0%        | 17,1%        | 26,6%        | -0,5%        | 10,7%        | 23,0%        | -0,1%        | 1,4%         | 14,3%        |
| Admicom              | 50,5%        | 95,0%        | 96,2%        | 47,5%        | 46,4%        | 46,4%        | 40,2%        | 37,7%        | 38,3%        | 30,7%        | 28,0%        | 29,0%        |
| Fortnox              | 32,9%        | 93,0%        | 92,0%        | 42,5%        | 46,3%        | 48,2%        | 32,9%        | 37,1%        | 40,7%        | 25,8%        | 27,4%        | 30,7%        |
| Vitec Software Group | 19,7%        | 100,2%       | 96,6%        | 37,8%        | 35,6%        | 37,9%        | 19,7%        | 18,4%        | 20,0%        | 13,9%        | 12,8%        | 14,6%        |
| SimCorp A/S          | 59,3%        | 59,0%        | 58,3%        | 27,6%        | 26,5%        | 27,7%        | 24,6%        | 23,8%        | 25,0%        | 20,6%        | 18,3%        | 19,6%        |
| Sinch                | 3,1%         | 30,9%        | 30,2%        | 8,9%         | 11,4%        | 12,1%        | 3,1%         | 6,2%         | 7,5%         | 4,3%         | 1,0%         | 3,5%         |
| Lime Technologies    | 20,8%        | -            | -            | 28,8%        | 31,8%        | 32,3%        | 17,8%        | 18,8%        | 20,7%        | 13,4%        | 14,0%        | 15,8%        |
| Upsales Technology   | 11,9%        | -            | -            | 18,6%        | 21,3%        | 27,6%        | 11,9%        | 21,2%        | 27,4%        | 9,5%         | 12,2%        | 17,1%        |
| Albert               | 90,0%        | 90,0%        | 90,0%        | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          |
| <b>Mean</b>          | <b>29,0%</b> | <b>78,7%</b> | <b>77,4%</b> | <b>27,8%</b> | <b>29,6%</b> | <b>32,4%</b> | <b>18,7%</b> | <b>21,7%</b> | <b>25,3%</b> | <b>14,8%</b> | <b>14,4%</b> | <b>18,0%</b> |
| <b>Median</b>        | <b>26,9%</b> | <b>93,5%</b> | <b>91,4%</b> | <b>28,2%</b> | <b>29,2%</b> | <b>30,0%</b> | <b>18,8%</b> | <b>20,0%</b> | <b>24,0%</b> | <b>13,7%</b> | <b>13,4%</b> | <b>16,4%</b> |

| Growth               | Sales        |              |              | EBITDA       |              |              | EBIT         |               |              | Net Income   |             |               |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|---------------|
|                      | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022         | 2023         | LTM          | 2022          | 2023         | LTM          | 2022        | 2023          |
| Kahoot               | -            | 85,0%        | 37,9%        | -170,4%      | 60,4%        | 114,6%       | -97,3%       | 664,3%        | 197,8%       | -99,8%       | -29,2%      | 1292,7%       |
| Admicom              | 19,1%        | 27,7%        | 15,1%        | 18,3%        | 23,9%        | 15,3%        | 15,1%        | 4,3%          | 16,7%        | 13,1%        | 9,9%        | 19,1%         |
| Fortnox              | 38,4%        | 37,0%        | 33,1%        | 25,6%        | 46,9%        | 38,7%        | 25,5%        | 48,0%         | 46,0%        | 20,9%        | 45,0%       | 49,2%         |
| Vitec Software Group | 19,9%        | 22,0%        | 14,5%        | 17,2%        | 18,6%        | 21,7%        | 17,6%        | 18,3%         | 24,3%        | 20,0%        | 18,4%       | 30,4%         |
| SimCorp A/S          | 8,1%         | 10,1%        | 7,7%         | -7,7%        | -1,9%        | 12,4%        | -8,1%        | -1,6%         | 12,8%        | 5,0%         | -8,9%       | 15,0%         |
| Sinch                | 98,8%        | 76,2%        | 16,6%        | 69,9%        | 155,1%       | 23,2%        | -10,4%       | 171,1%        | 42,5%        | 66,7%        | -68,7%      | 321,2%        |
| Lime Technologies    | 22,7%        | 19,8%        | 16,1%        | 8,3%         | 15,8%        | 17,9%        | -7,5%        | 21,9%         | 28,1%        | -7,7%        | 19,4%       | 31,0%         |
| Upsales Technology   | 29,2%        | 36,6%        | 33,9%        | -11,3%       | 36,4%        | 74,1%        | -4,1%        | 35,9%         | 73,2%        | 1,7%         | 59,8%       | 87,1%         |
| Albert               | 160,0%       | 91,0%        | 43,0%        | neg          | neg          | neg          | neg          | neg           | neg          | neg          | neg         | neg           |
| <b>Mean</b>          | <b>34%</b>   | <b>39,3%</b> | <b>21,9%</b> | <b>-6,3%</b> | <b>44,4%</b> | <b>39,7%</b> | <b>-8,7%</b> | <b>120,3%</b> | <b>55,2%</b> | <b>2,5%</b>  | <b>5,7%</b> | <b>230,7%</b> |
| <b>Median</b>        | <b>21,3%</b> | <b>27,7%</b> | <b>16,4%</b> | <b>17,2%</b> | <b>23,9%</b> | <b>22,5%</b> | <b>-7,5%</b> | <b>21,9%</b>  | <b>35,3%</b> | <b>13,1%</b> | <b>9,9%</b> | <b>40,1%</b>  |

# Implicit WACC

## DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

| Valuation output                          |             |
|---|-------------|
| Sum of PV of FCF (explicit period)        | 283         |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 347         |
| <b>Enterprise value</b>                   | <b>630</b>  |
| Less: net debt                            | 116         |
| Minority interests @ other                | 0           |
| <b>Equity value</b>                       | <b>514</b>  |
| No. of shares outstanding (millions)      | 18          |
| <b>Equity value per share (SEK)</b>       | <b>29,1</b> |

| Implicit multipl.   | 2021  | 2022  | 2023  |
|---------------------|-------|-------|-------|
| EWS/ster            | 10,1  | 5,3   | 3,7   |
| EWBITDA             | -12,0 | -10,0 | -12,1 |
| EWEBIT              | -11,0 | -6,9  | -8,1  |
| EWNOPLAT            | -13,9 | -8,7  | -10,2 |
| P/E                 |       |       |       |
| ROIC/WACC           |       |       |       |
| Current Share price |       |       | 28    |

| WACC assumptions            |              |
|-----------------------------|--------------|
| Risk free nominal rate      | 0,4%         |
| Risk premium                | 7,0%         |
| Extra risk premium          | 3,5%         |
| Beta                        | 1,1          |
| Cost of equity              | 12,0%        |
| Cost of debt (pre-tax)      | 3,0%         |
| Tax rate                    | 22%          |
| Target debt/(debt + equity) | 0%           |
| <b>Implicit WACC</b>        | <b>16,9%</b> |

| Terminal value assumptions |       |
|----------------------------|-------|
| Long term growth rate      | 2,0%  |
| Long term EBIT margin      | 20,0% |
| Depreciation (% of sales)  | 3,0%  |
| Capex (% of sales)         | 5,0%  |
| Working cap. (% of sales)  | 8,0%  |
| Tax rate                   | 22%   |

## Sensitivity analysis

|      |       | Long-term growth rate |      |             |      |      |
|------|-------|-----------------------|------|-------------|------|------|
|      |       | 1,0%                  | 1,5% | 2,0%        | 2,5% | 3,0% |
| WACC | 15,0% | 31,9                  | 33,2 | 34,6        | 36,1 | 37,7 |
|      | 15,5% | 29,3                  | 30,5 | 31,8        | 33,1 | 34,6 |
|      | 16,0% | 27,0                  | 28,0 | <b>29,1</b> | 30,4 | 31,7 |
|      | 16,5% | 24,7                  | 25,7 | 26,7        | 27,8 | 29,0 |
|      | 17,0% | 22,7                  | 23,6 | 24,5        | 25,5 | 26,6 |

|      |       | Long-term EBIT margin |       |             |       |       |
|------|-------|-----------------------|-------|-------------|-------|-------|
|      |       | 15,0%                 | 17,5% | 20,0%       | 22,5% | 25,0% |
| WACC | 15,0% | 24,5                  | 29,6  | 34,6        | 39,7  | 44,7  |
|      | 15,5% | 22,4                  | 27,1  | 31,8        | 36,5  | 41,2  |
|      | 16,0% | 20,4                  | 24,8  | <b>29,1</b> | 33,5  | 37,9  |
|      | 16,5% | 18,5                  | 22,6  | 26,7        | 30,8  | 34,9  |
|      | 17,0% | 16,8                  | 20,7  | 24,5        | 28,3  | 32,2  |

| DCF (SEKm)                        | 2022-07-19 | 4-cv-19 | 4-cv-20 | 4-cv-21 | 4-cv-22 | 4-cv-23 | 4-cv-24 | 4-cv-25 | 4-cv-26 | 4-cv-27 | 4-cv-28 | 4-cv-29 | 4-cv-30 | 4-cv-31 | 4-cv-32 | 4-cv-33 | Terminal |      |
|-----------------------------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|------|
|                                   | 2019       | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    | 2033    | 2034    |          |      |
| Sales                             | 24         | 63      | 120     | 170     | 255     | 362     | 501     | 674     | 894     | 1115    | 1354    | 1577    | 1761    | 1982    | 1919    |         | 1919     |      |
| EBITDA                            |            | -21     | -52     | -63     | -52     | -17     | 53      | 98      | 165     | 259     | 316     | 369     | 413     | 442     | 453     | 441     |          | 441  |
| - Depreciation                    |            | -5      | -5      | -28     | -26     | -22     | -19     | -21     | -20     | -17     | -24     | -31     | -39     | -47     | -53     | -58     |          | -58  |
| - EBIT                            |            | -26     | -57     | -91     | -78     | -39     | 34      | 77      | 145     | 242     | 292     | 338     | 374     | 396     | 400     | 384     |          | 384  |
| - Tax on EBIT                     |            | 5       | 12      | 19      | 16      | 8       | -7      | -16     | -30     | -50     | -60     | -70     | -77     | -82     | -82     | -79     |          | -79  |
| - NOPLAT                          |            | -21     | -45     | -72     | -62     | -31     | 27      | 62      | 115     | 192     | 232     | 268     | 297     | 314     | 317     | 305     |          | 305  |
| + Depreciation                    |            | 5       | 5       | 28      | 26      | 22      | 19      | 21      | 20      | 17      | 24      | 31      | 39      | 47      | 53      | 58      |          | 58   |
| - Grazz cash flow                 |            | -15     | -41     | -44     | -36     | -9      | 46      | 82      | 135     | 209     | 255     | 299     | 336     | 361     | 370     | 362     |          | 362  |
| - Capex                           |            | -6      | -13     | -11     | -8      | -10     | -10     | -14     | -19     | -25     | -36     | -48     | -62     | -75     | -87     | -96     |          | -96  |
| - Increase (+decrease) in WC      |            | 9       | 8       | -5      | -1      | -2      | -3      | 0       | -6      | -21     | -23     | -24     | -22     | -18     | -12     | -4      |          | -4   |
| - Free cash flow from operations  |            | -12     | -46     | -61     | -45     | -21     | 33      | 68      | 50      | 163     | 196     | 227     | 252     | 267     | 271     | 263     |          | 263  |
| PV of cash flow                   |            |         | -50     | -58     | -37     | -15     | 20      | 36      | 23      | 63      | 66      | 65      | 63      | 57      | 50      | 347     |          | 347  |
| % of Enterprise value             |            |         | -8%     | -9%     | -6%     | -2%     | 3%      | 6%      | 4%      | 10%     | 10%     | 10%     | 10%     | 9%      | 8%      | 55%     |          | 55%  |
| Accumulated % of Enterprise value |            |         | -8%     | -17%    | -23%    | -25%    | -22%    | -16%    | -13%    | -3%     | 8%      | 18%     | 28%     | 37%     | 45%     | 100%    |          | 100% |

| Key figures                  | 2019    | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  | 2033  | 2034 |
|------------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Sales growth                 | #DIV/0! | 161,7% | 91,0% | 42,5% | 49,5% | 42,1% | 38,4% | 34,7% | 31,0% | 26,2% | 21,4% | 16,5% | 11,7% | 6,8%  | 2,0%  |      |
| EBITDA margin                | -87%    | -84%   | -53%  | -31%  | -7%   | 15%   | 19,6% | 24,5% | 29,3% | 28,3% | 27,2% | 26,2% | 25,1% | 24,1% | 23,0% |      |
| EBITDA growth                | #DIV/0! | 151%   | 20%   | -17%  | -67%  | -410% | 84,1% | 68,2% | 57,1% | 21,6% | 16,8% | 12,0% | 7,2%  | 2,3%  | -2,5% |      |
| EBIT margin                  | -110%   | -91%   | -76%  | -46%  | -15%  | 10%   | 15,5% | 21,4% | 27,4% | 26,2% | 24,9% | 23,7% | 22,5% | 21,2% | 20,0% |      |
| Depreciation (% of sales)    | 22,4%   | 7,7%   | 23,1% | 15,1% | 8,5%  | 5,2%  | 4,1%  | 3,0%  | 1,9%  | 2,1%  | 2,3%  | 2,5%  | 2,6%  | 2,8%  | 3,0%  |      |
| Capex (% of sales)           | 23,9%   | 21,1%  | 9,5%  | 4,7%  | 3,9%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,8%  | 3,2%  | 3,6%  | 3,9%  | 4,3%  | 4,6%  | 5,0%  |      |
| Capex (% of depreciation)    | 107%    | 273%   | 41%   | 31%   | 46%   | 53%   | 68%   | 93%   | 147%  | 151%  | 155%  | 159%  | 162%  | 164%  | 167%  |      |
| Working capital (% of sales) | #REF!   | 4%     | 2%    | 1%    | 1%    | 0%    | 0%    | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   |      |
| Tax rate                     | 21%     | 21%    | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   |      |

## Resultaträkning

|                                   | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning</b>            | <b>23,9</b>  | <b>62,6</b>  | <b>119,5</b> | <b>170,3</b> | <b>254,6</b> | <b>361,7</b> |
| Aktiverat arbete                  | 5,5          | 7,7          | 11,3         | 8,0          | 10,0         | 10,0         |
| Övriga Rörelseintäkter            | 0,2          | 0,0          | 1,8          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>29,6</b>  | <b>70,3</b>  | <b>132,6</b> | <b>178,3</b> | <b>264,6</b> | <b>371,7</b> |
| Övriga externa kostnader          | -38,8        | -103,7       | -148,0       | -172,8       | -218,0       | -251,1       |
| Personalkostnader                 | -11,7        | -18,9        | -47,7        | -57,6        | -63,8        | -67,3        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-20,9</b> | <b>-52,4</b> | <b>-63,0</b> | <b>-52,1</b> | <b>-17,2</b> | <b>53,3</b>  |
| Avskrivningar                     | -5,4         | -4,8         | -27,7        | -25,6        | -21,6        | -18,9        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-26,2</b> | <b>-57,2</b> | <b>-90,7</b> | <b>-77,7</b> | <b>-38,8</b> | <b>34,4</b>  |
| Finansnetto                       | -0,2         | -0,2         | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Resultat före skatt</b>        | <b>-26,4</b> | <b>-57,3</b> | <b>-90,8</b> | <b>-77,7</b> | <b>-38,8</b> | <b>34,4</b>  |
| Skatter                           | 0,0          | 0,0          | 1,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Minoritetsintressen               | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoreultat (rapporterat)</b> | <b>-26,4</b> | <b>-57,3</b> | <b>-89,1</b> | <b>-77,7</b> | <b>-38,8</b> | <b>34,4</b>  |
| <b>Nettoreultat (justerat)</b>    | <b>-26,4</b> | <b>-57,3</b> | <b>-89,1</b> | <b>-77,7</b> | <b>-38,8</b> | <b>34,4</b>  |

Källa: EPB

## Balansräkning

|   | 2020        | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>   |             |              |              |              |              |              |
| Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten    | 4,9         | 8,7          | 40,7         | 31,3         | 26,5         | 23,0         |
| Goodwill  | 0,0         | 0,0          | 46,9         | 38,2         | 31,1         | 25,3         |
| Koncessioner, patent, licenser, varumärken samtliknande rättigheter | 0,2         | 12,5         | 40,5         | 40,5         | 40,5         | 40,5         |
| Övriga anläggningstillgångar  | 0,5         | 0,4          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>                                  | <b>5,5</b>  | <b>21,6</b>  | <b>128,7</b> | <b>110,6</b> | <b>98,6</b>  | <b>89,4</b>  |
| Kundfordringar  | 0,0         | 5,4          | 10,0         | 14,9         | 21,5         | 30,9         |
| Övriga fordringar   | 2,4         | 0,9          | 4,0          | 5,0          | 7,2          | 10,3         |
| Förutbetalda kostnader och intäkter                                 | 0,4         | 0,4          | 4,2          | 4,2          | 4,2          | 4,2          |
| Likvida medel   | 68,5        | 251,5        | 101,7        | 41,0         | 12,0         | 52,6         |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>                                  | <b>71,3</b> | <b>258,2</b> | <b>119,9</b> | <b>65,1</b>  | <b>44,9</b>  | <b>98,0</b>  |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>   | <b>76,8</b> | <b>279,8</b> | <b>248,5</b> | <b>175,7</b> | <b>143,5</b> | <b>187,5</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                                     |             |              |              |              |              |              |
| Eget kapital  | 70,1        | 267,2        | 179,4        | 101,7        | 62,9         | 97,3         |
| Minoritetsintressen   | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Summa eget kapital</b>   | <b>70,1</b> | <b>267,2</b> | <b>179,4</b> | <b>101,7</b> | <b>62,9</b>  | <b>97,3</b>  |
| Långfristiga finansiella skulder                                    | 0,8         | 0,0          | 24,8         | 24,8         | 24,8         | 24,8         |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>                                   | <b>0,8</b>  | <b>0,0</b>   | <b>24,8</b>  | <b>24,8</b>  | <b>24,8</b>  | <b>24,8</b>  |
| Leverantörsskulder  | 0,4         | 2,2          | 6,7          | 10,0         | 14,3         | 20,6         |
| Aktuell skatteskuld   | 0,1         | 2,7          | 17,6         | 17,6         | 17,6         | 17,8         |
| Övriga skulder  | 2,8         | 1,8          | 3,3          | 5,0          | 7,2          | 10,3         |
| Upplupna kostnader  | 2,5         | 5,9          | 16,7         | 16,7         | 16,7         | 16,7         |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>                                   | <b>5,8</b>  | <b>12,7</b>  | <b>44,3</b>  | <b>49,2</b>  | <b>55,8</b>  | <b>65,4</b>  |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                               | <b>76,8</b> | <b>279,8</b> | <b>248,5</b> | <b>175,7</b> | <b>143,5</b> | <b>187,5</b> |



## Kassaflödesanalys

|   | 2020         | 2021          | 2022E         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|---|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoresultat (rapporterat)                           | -26,4        | -57,3         | -89,1         | -77,7        | -38,8        | 34,4         |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     | 5,5          | 14,0          | 21,8          | 25,1         | 19,8         | 16,2         |
| Förändringar i rörelsekapital                         | 9,0          | 8,2           | -5,4          | -1,0         | -2,2         | -3,1         |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>-11,9</b> | <b>-51,5</b>  | <b>-62,0</b>  | <b>-51,7</b> | <b>-16,8</b> | <b>53,7</b>  |
| Investeringar   | -5,7         | -13,2         | -11,3         | -8,0         | -10,0        | -10,0        |
| Avyttringar   | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>-17,6</b> | <b>-64,7</b>  | <b>-73,3</b>  | <b>-59,7</b> | <b>-26,8</b> | <b>43,7</b>  |
| Finansieringsverksamheten                             | 65,4         | 247,7         | -74,0         | -1,0         | -2,2         | -3,1         |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>47,8</b>  | <b>191,1</b>  | <b>-147,3</b> | <b>-60,7</b> | <b>-29,0</b> | <b>40,6</b>  |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>-67,7</b> | <b>-251,5</b> | <b>-76,9</b>  | <b>-16,2</b> | <b>12,8</b>  | <b>-27,8</b> |

Källa: EPB

## Nyckeltal

|  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad                                 | -1,55 | -3,37 | -5,05 | -4,41 | -2,20 | 1,95  |
| EPS Justerad                                     | 0,40  | -3,37 | -5,05 | -4,41 | -2,20 | 1,95  |
| FCF/aktie  | 0,1   | -3,81 | -4,16 | -3,39 | -1,52 | 2,48  |
| Utdelning/aktie                                  | 1,40  | 0,06  | 0,16  | 0,20  | 0,29  | 0,00  |
| EK/Aktie   | 1,9   | 2,1   | 2,3   | 2,6   | 2,6   | 2,6   |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | 17,0  | 17,0  | 17,6  | 17,6  | 17,6  | 17,6  |

|                           | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| P/E, justerat             | -27,36 | -12,60 | -8,41  | -9,64  | -19,31 | 21,78 |
| P/EK                      | 10,30  | 2,70   | 4,18   | 7,37   | 11,91  | 7,70  |
| P/FCF                     | 604,83 | -11,16 | -10,22 | -12,55 | -27,94 | 17,14 |
| Direktavkastning          | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00  |
| Utdelningsandel, justerad | -0,90  | -0,02  | -0,03  | -0,05  | -0,13  | 0,00  |
| EV/Sales                  | 27,39  | 7,53   | 5,63   | 4,30   | 2,99   | 1,99  |
| EV/EBITDA                 | -31,3  | -9,0   | -10,7  | -14,1  | -44,3  | 13,5  |
| EV/EBIT                   | -25,0  | -8,2   | -7,4   | -9,4   | -19,6  | 21,0  |
| EV, årets slut            | 654,8  | 471,0  | 672,4  | 733,0  | 762,0  | 721,5 |

|                     | 2020  | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt |       | 162% | 91%   | 43%   | 49%   | 42%   |
| EBIT, tillväxt      |       | 118% | 59%   | -14%  | -50%  | -189% |
| EPS just, tillväxt  |       | 117% | 50%   | -13%  | -50%  | -189% |
| EBITDA-marginal     | -87%  | -84% | -53%  | -31%  | -7%   | 15%   |
| EBIT-marginal       | -110% | -91% | -76%  | -46%  | -15%  | 10%   |

|     | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2023E | 2023E |
|-----|------|------|-------|-------|-------|-------|
| ROE |      | -34% | -40%  | -55%  | -47%  | 43%   |

Källa: EPB

## Kvartalsvis data

### Resultaträkning

|                                  | Q120       | Q220         | Q320        | Q420       | Q121        | Q221         | Q321         | Q421         | Q122         | Q222         |
|----------------------------------|------------|--------------|-------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                  | 0,0        | 2,8          | 9,5         | 8,5        | 11,1        | 15,4         | 17,5         | 18,5         | 24,6         | 31,2         |
| Aktiveringar                     | 0,0        | 1,4          | 1,4         | 0,0        | 1,7         | 1,8          | 1,2          | 3,0          | 3,6          | 3,7          |
| Övriga rörelseintäkter           | 0,0        | 0,1          | 0,1         | 0,0        | 0,0         | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 1,6          | 0,2          |
| Direkta kostnader                | 0,0        | -0,6         | -0,4        | 0,0        | 0,0         | -2,0         | -1,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bruttovinst</b>               | <b>0,0</b> | <b>3,7</b>   | <b>10,6</b> | <b>8,5</b> | <b>12,8</b> | <b>15,2</b>  | <b>17,3</b>  | <b>21,6</b>  | <b>29,9</b>  | <b>35,0</b>  |
| Övriga externa kostnader         | 0,0        | -10,9        | -8,9        | 0,0        | -16,7       | -22,8        | -30,1        | -30,6        | -43,0        | -32,6        |
| Personalkostnader                | 0,0        | -3,1         | -3,4        | 0,0        | -2,7        | -6,3         | -3,9         | -6,0         | -7,8         | -13,3        |
| <b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>  | <b>0,0</b> | <b>-10,4</b> | <b>-1,8</b> | <b>8,5</b> | <b>-6,6</b> | <b>-13,9</b> | <b>-16,7</b> | <b>-15,0</b> | <b>-20,9</b> | <b>-10,9</b> |
| Avskrivningar                    | 0,0        | -1,3         | -1,8        | 0,0        | -1,0        | -1,1         | -1,2         | -1,5         | -4,2         | -8,6         |
| Goodwillnedskrivningar           | 0,0        | 0,0          | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Resultat (EBIT)</b>           | <b>0,0</b> | <b>-11,7</b> | <b>-3,5</b> | <b>8,5</b> | <b>-7,6</b> | <b>-15,0</b> | <b>-17,9</b> | <b>-16,5</b> | <b>-25,1</b> | <b>-19,5</b> |
| Finansiella intäkter             | 0,0        | 0,0          | 0,0         | 0,0        | 0,0         | -0,1         | -0,9         | -0,1         | -0,1         | 0,0          |
| Finansiella kostnader            | 0,0        | 0,0          | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Resultat före skatt</b>       | <b>0,0</b> | <b>-11,7</b> | <b>-3,6</b> | <b>8,5</b> | <b>-7,6</b> | <b>-15,1</b> | <b>-18,8</b> | <b>-16,6</b> | <b>-25,2</b> | <b>-19,5</b> |
| Skatter                          | 0,0        | 0,0          | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,6          | 1,1          |
| Minoritetsintressen              | 0          | 0            | 0           | 0          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Nettoresultat Rapporterat</b> | <b>0,0</b> | <b>-11,7</b> | <b>-3,6</b> | <b>8,5</b> | <b>-7,6</b> | <b>-15,1</b> | <b>-18,8</b> | <b>-16,6</b> | <b>-24,6</b> | <b>-18,4</b> |

### Tillväxt och marginaler

|                     | Q120 | Q220 | Q320 | Q420 | Q121 | Q221 | Q321 | Q421 | Q122 | Q122 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Omsättningstillväxt | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | 450% | 84%  | 118% | 122% | 102% |
| EBIT, tillväxt      | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  |
| EBITDA-marginal     | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  |
| EBIT- marginal      | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  | nmf  |

### Motiverat värde



### Känslighetstabell

|      | X-axel WACC, Y-axel EV/ARR 2025 |      |      |      |      |
|------|---------------------------------|------|------|------|------|
|      | 14%                             | 16%  | 18%  | 20%  | 22%  |
| 4,25 | 58,9                            | 55,9 | 53,1 | 50,5 | 48,0 |
| 4,5  | 62,3                            | 59,2 | 56,2 | 53,4 | 50,8 |
| 4,75 | 65,8                            | 62,4 | 59,3 | 56,4 | 53,7 |
| 5    | 69,2                            | 65,7 | 62,4 | 59,4 | 56,5 |
| 5,25 | 72,7                            | 69,0 | 65,6 | 62,3 | 59,3 |
| 5,5  | 76,2                            | 72,3 | 68,7 | 65,3 | 62,1 |
| 5,75 | 79,6                            | 75,6 | 71,8 | 68,3 | 65,0 |

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

#### Motiverat värde och risk

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

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

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

#### Allmänt

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

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

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

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

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

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

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)