



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hotell & Restaurang | Sverige | 21 november 2022

# Angler Gaming

## Återhämtning i bruttomarginalen

### Fortsatt svåra jämförelsetal

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 8,5m vilket motsvarar en minskning med 16% y/y. Tillväxten q/q uppgick till 22,6% vilket visar att stora delar av de program som ledningen inlett för att nå en högre tillväxt och lönsamhet har börjat ge effekt. EBIT uppgick till 0,74m vilket motsvarar en marginal om 8,72%. I Q2 uppvisade bolaget en negativ EBIT om EUR -0,6m. Den främsta anledningen till resultatförbättringen är att bruttomarginalen stiger ifrån 15 till 25%. Orsaken är att bolaget har avslutat olönsamma affiliationsarbeten. I bolagets trading update visar man att skutan börjat vända. Tillväxten i dagligt spelöverskott de 39 första dagarna i Q4 uppgick till 1% vs hela Q3'22 och -2% för samma period i Q4'21.

### Inte lika stark återhämtning av bruttomarginalen som vi tidigare räknat med

Vi sänker våra intäktsestimater med i snitt 2% över prognosperioden. Vi bedömer att bolaget kommer se en återhämtning i tillväxten baserat på de spelarflöden vi sett i kvartalet. Vi bedömer även att bolagets B2B-projekt samt JVs kommer att kunna bidra positivt till tillväxten. Vi drar dock ned våra EBIT estimater med i snitt 26%. Den främsta anledningen till denna justering är att vi bedömer att bruttomarginalen inte kan återhämta sig till tidigare nivåer givet de stordriftsfördelar man tog del av hos leverantörer. Vi bedömer dock att bruttomarginalen kommer fortsätta röra sig uppåt givet det arbete som görs med att avsluta olönsamma affiliatesamarbeten.

### Bibehållet motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 5,5-5,8 kr. Vi baserar i dagsläget värdet på en DCF. Vi bedömer att den främsta kurstriggen framöver är när bolaget börjar visa att tillväxten accelererar igen. I dagsläget ligger dock bevisbördan hos bolaget.

Estimatändring (€)		Prognos (m€)				Värde och risk			
Se Sida 2		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	5,5 - 5,8 kr		
		Totala intäkter	43	33	35	37	Aktiekurs	4,9 kr	
		Intäktsstillväxt	N.m.	N.m.	6%	5%	Riskenivå	Medel	
		EBITDA, just.	9	1	3	4	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
		EBIT, just.	9	1	3	4			
		EBIT, just.	9	1	3	4			
		EPS, just.	0,1	0,0	0,0	0,0			
		Intäktsstillväxt	N.m.	N.m.	6%	5%			
<b>Kommande händelser</b>		Utdelning per aktie	0,1	0,0	0,0	0,0			
Q4 - rapport	16 februari 2023	EBIT-marginal	21,3%	3,3%	8,7%	11,7%			
		ROE, just.	46,6%	Neg.	27,1%	36,1%			
<b>Bolagsfakta (m€)</b>		EV/Sales	0,6x	1,0x	0,9x	0,7x			
Antal aktier	75m	EV/EBITDA	2,9x	29,5x	9,9x	5,9x			
Börsvärde	32	EV/EBIT	2,9x	29,7x	9,9x	6,0x			
Nettoskuld	0	P/E, just.	4,4x	-	14,8x	9,5x			
EV	32	FCF yield	16%	8%	18%	16%			
Free float	32%	Nettoskuld/EBITDA	-0,6x	-0,1x	-0,7x	-1,5x			
Daglig handelsvolym, snitt	1k							<b>Intressekonflikter</b>	
Bloomberg Ticker	ANGL SS EQUITY							Yes	No
<b>Analytiker</b>								Likviditetsgarant	✓
Rikard Engberg								Certified adviser	✓
rikard.engberg@penser.se								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Angler Gaming är aktivt inom igaming-industrin, en konjunkturokänslig bransch med hög strukturell tillväxt. Vi bedömer att industrin kommer att växa med 8–12% per år de kommande åren drivet av ett skifte från landbaserat spel och en ökad mobil- och internetpenetration. Angler Gaming bedriver sin verksamhet på marknader till vilka många av de internationella aktörerna inte når vilket historiskt resulterat i höga marginaler och tillväxt. Vi ser ett motiverat värde på 5,5–5,8 kr per aktie.

## Bolagsprofil

Den internationella igaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 12–15% årligen. Vi ser framför allt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att igaming som andel av totalt spelande fortfarande är relativt låg. I Sverige och UK som anses vara bland de mest mogna marknaderna uppgick penetrationen till ca 50–70%. I många av Angler Gamings marknader uppgår den till mindre än 10%. Vidare bedömer vi att den vertikala där Angler är aktiva, casinospel, har lägst onlinepenetration vilket talar för fortsatt tillväxt i övre delen av tillväxtspannet. Dessutom bedömer vi att onlinespelande har relativt låg/negativ korrelation med den allmänna konjunkturen. Som exempel växte spelöverskottet i UK och Irland under 2008–2009 medan ekonomin i stort krympte.

Angler Gaming har tidigare visat starka operationella nyckeltal genom hela balans- och resultaträkningen. Ett nyckeltal som sticker ut är att man tidigare har haft branschens högsta EBIT per anställd. Vi tror detta är möjligt av två anledningar, den första är att man genom att äga sin egen plattform kan hålla nere kostnaderna. Många andra mindre bolag i sektorn använder sig av en tredjepartsplattform som betalas med en del av spelöverskottet. Den andra anledningen är att man genom ett litet och dedikerat team klarar av att vara snabbfotade med lansering av nya produkter samt i valet av marknader.

## Värdering

Vi har använt en DCF för att värdera Angler vilket ger ett motiverat värde om 5,5 - 5,8 kr. Den höga direktavkastningen om ca 6% ger stöd åt kursen på dagens nivåer.

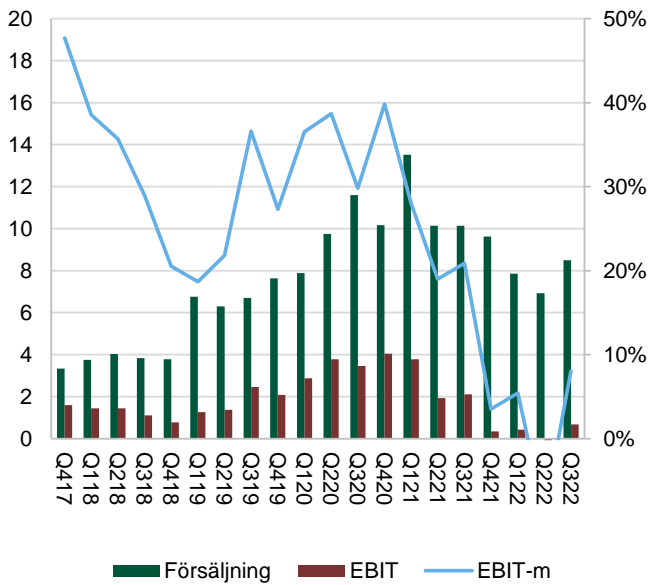
## Estimatförändringar

Givet att vi sänker våra estimat för bruttomarginalen gör vi följande estimatförändringar för kommande år. Vi bedömer att bolaget kommer se en försiktigt stigande bruttomarginal kommande år och kvartal, men inte kommer att nå tillbaka till de nivåer man hade under 2019- 2020 eftersom man under denna tid hade en högre försäljning.

	2022	2023	2024
Försäljning	-1,8%	-1,4%	-1,4%
EBIT	-25,5%	-36,7%	-18,0%
EPS	nm	-44,1%	-21,2%
Försäljning	-0,6	-0,5	-0,5
EBIT	-0,4	-1,8	-0,9

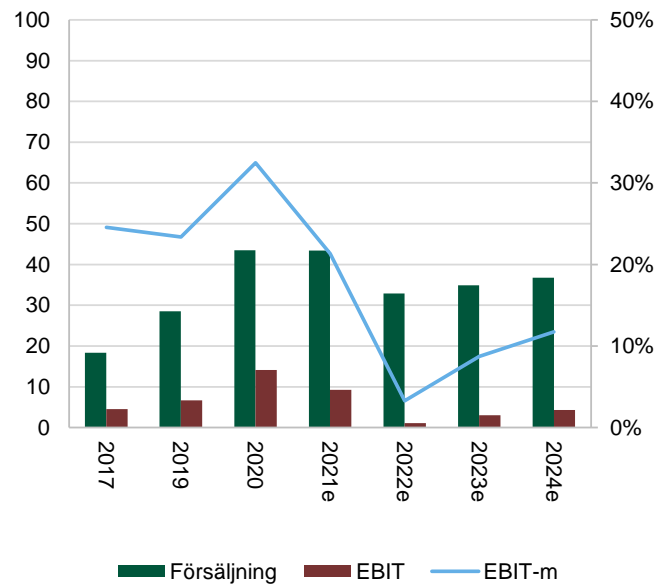
## Angler i grafer

Ingen 1: Försäljning/EBIT q/q



Källa: Bolaget, EPB

Ingen 2: Försäljning/EBIT y/y



Källa: Bolaget, EPB

## DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	22		
PV of terminal value (perpetuity formula)	19		
<b>Enterprise value</b>	<b>41</b>		
Latest net debt	0		
Minority interests & other	0		
<b>Equity value</b>	<b>41</b>		
No. of shares outstanding (millions)	75		
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>5,47</b>		

WACC assumptions			
Risk free nominal rate	0,4%		
Risk premium	7,0%		
Extra risk premium	3,1%		
Beta	1,2		
Cost of equity	12,5%		
Cost of debt (pre-tax)	3,0%		
Tax rate	12%		
Target debt/(debt + equity)	0%		
<b>WACC</b>	<b>12,5%</b>		

Terminal value assumptions			
Long term growth rate	2,0%		
Long term EBIT margin	17,0%		
Depreciation (% of sales)	2,0%		
Capex (% of sales)	2,0%		
Working cap. (% of sales)	86,1%		
Tax rate	12%		

Implicit multipl.			
EV/Sales	0,9	1,2	1,2
EV/EBITDA	4,4	37,6	13,5
EV/EBIT	4,4	37,9	13,5
EV/NOPLAT	4,5	36,9	13,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			4,5

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	11,5%	5,9	6,1	6,2	6,3	6,5
	12,0%	5,6	5,7	5,8	5,9	6,1
	12,5%	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
	13,0%	5,0	5,1	5,2	5,3	5,3
	13,5%	4,8	4,8	4,9	5,0	5,0

		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	11,5%	1,9	2,7	3,5	4,4	5,2
	12,0%	1,8	2,6	3,4	4,1	4,9
	12,5%	1,8	2,5	3,2	3,9	4,6
	13,0%	1,7	2,4	3,0	3,7	4,4
	13,5%	1,7	2,3	2,9	3,5	4,2

	2022-11-21	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	
DCF (SEKm)																		
Sales	29	43	43	33	35	37	39	41	43	45	47	48	50	51	52	53	53	
EBITDA	7	14	9	1	3	4	4	5	5	6	7	7	8	8	9	9	10	
- Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
= EBIT	7	14	9	1	3	3	4	4	5	6	6	7	7	8	8	8	9	
- Tax on EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
= NOPLAT	6	14	9	1	3	3	4	4	5	6	6	7	7	8	8	8	8	
+ Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	
= Gross cash flow	7	14	9	1	3	3	4	4	5	6	7	7	8	8	9	9	9	
- Capex	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
- Increase (rdecrease) in WC	21	12	7	-1	2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
= Free cash flow from operations	28	25	16	1	5	1	2	2	3	4	4	5	5	6	7	7	7	
PV of cash flow					1	5	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	19
% of Enterprise value					1%	11%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	47%	
Accumulated % of Enterprise value					1%	12%	15%	19%	22%	26%	31%	35%	39%	44%	49%	53%	100%	

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	52,4%	-0,2%	-24,3%	6,3%	5,9%	5,5%	5,1%	4,7%	4,3%	3,9%	3,5%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%	
EBITDA margin	32%	21%	3%	9%	9,7%	10,6%	11,5%	12,5%	13,4%	14,3%	15,3%	16,2%	17,1%	18,1%	19,0%	
EBITDA growth	110%	-34%	-88%	180%	17,2%	15,7%	14,4%	13,2%	12,1%	11,2%	10,3%	9,5%	8,7%	8,0%	7,3%	
EBIT margin	32%	21%	3%	9%	9,5%	10,2%	11,0%	11,7%	12,5%	13,2%	14,0%	14,7%	15,5%	16,2%	17,0%	
Depreciation (% of sales)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	2,0%	
Capex (% of sales)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	2,0%	
Capex (% of depreciation)	0%	0%	0%	0%	94%	97%	98%	99%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	
Working capital (% of sales)		62%	40%	105%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	
Tax rate	2,7%	2,6%	0,7%	-2,7%	3,0%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	13	18	29	43	43	33	35	37
<b>Totala intäkter</b>	13	18	29	43	43	33	35	37
Kostnad sålda varor	-6	-10	-16	-24	-28	-25	-24	-24
<b>Bruttoresultat</b>	6	8	12	19	16	8	10	12
Totala rörelsekostnader	-2	-3	-5	-5	-6	-7	-7	-8
<b>EBITDA</b>	5	5	7	14	9	1	3	4
<b>EBITDA, justerad</b>	5	5	7	14	9	1	3	4
<b>EBITA, justerad</b>	5	5	7	14	9	1	3	4
<b>EBIT</b>	4	5	7	14	9	1	3	4
<b>EBIT, justerad</b>	4	5	7	14	9	1	3	4
Finansnetto	2	0	0	-2	-2	-2	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	6	4	6	12	7	-1	2	4
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	6	4	6	12	7	-1	2	4
<b>Nettoresultat</b>	6	4	6	12	7	-1	2	3
<b>Nettoresultat, justerad</b>	6	4	6	12	7	-1	2	3

Källa: Angler Gaming, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	4	5	7	14	9	1	3	4
Övriga kassaflödesposter	2	0	0	(2)	(2)	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-2	-1	-2	1	3	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	6	2	5	10	5	2	6	5
<b>Fritt kassaflöde</b>	3	2	5	10	5	2	6	5
Utdelningar	0	-3	-3	-5	-9	-6	-1	-2
<b>Kassaflöde</b>	3	-1	1	5	-4	-4	5	3
<b>Nettoskuld</b>	-4	-3	-5	-10	-6	0	-2	-7

Källa: Angler Gaming, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Kundfordringar	2	5	6	10	12	12	11	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	3	5	10	6	0	2	7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>17</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	6	7	10	16	15	8	8	11
<b>Summa eget kapital</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>11</b>
Leverantörsskulder	1	1	2	4	4	6	6	6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>17</b>

Källa: Angler Gaming, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	47%	55%	52%	N.m.	N.m.	6%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	45%	>100%	N.m.	N.m.	>100%	42%
EBIT-tillväxt, justerad	-	1%	48%	>100%	N.m.	N.m.	>100%	42%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	39%	89%	N.m.	N.m.	>100%	57%
Bruttomarginal	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	24,5%	30,0%	33,5%
EBITDA-marginal	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	3,3%	8,7%	11,8%
EBITDA-marginal, justerad	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	3,3%	8,7%	11,8%
EBIT-marginal	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	3,3%	8,7%	11,7%
EBIT-marginal, justerad	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	3,3%	8,7%	11,7%
Vinst-marginal, justerad	50,9%	>100%	21,4%	26,5%	16,8%	Neg.	6,2%	9,3%

Källa: Angler Gaming, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	64%	69%	87%	47%	Neg.	27%	36%
ROCE, justerad	Neg.	66%	76%	>100%	59%	10%	38%	46%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%	13%	44%	84%

Källa: Angler Gaming, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kundfordringar / totala intäkter	18%	27%	22%	22%	28%	38%	32%	25%
Leverantörsskulder / KSV	14%	14%	11%	15%	14%	23%	23%	25%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	64%	47%	36%	80%	70%	88%	80%	83%
Rörelsekapital / totala intäkter	10%	18%	16%	13%	18%	19%	15%	7%
Kapitalomsättningshastighet	2,0x	2,5x	2,8x	2,6x	2,9x	4,3x	4,2x	3,5x

Källa: Angler Gaming, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-4	-3	-5	-10	-6	0	-2	-7
Soliditet	87%	82%	84%	80%	77%	56%	59%	62%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,4x	-0,4x	-0,6x	-0,4x	0,0x	-0,2x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,7x	-0,6x	-0,1x	-0,7x	-1,5x

Källa: Angler Gaming, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,01	0,03	0,05
EPS, justerad	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,01	0,03	0,05
FCF per aktie	0,04	0,03	0,06	0,14	0,07	0,03	0,08	0,07
Utdelning per aktie	0,05	0,04	0,05	0,12	0,09	0,00	0,01	0,02
Antal aktier efter utspädning, snitt	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Källa: Angler Gaming, EPB

## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	5,1x	7,4x	5,3x	2,8x	4,4x	Neg.	14,8x	9,5x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	10,1x	13,4x	6,8x	3,2x	6,4x	13,3x	5,7x	6,3x
FCF-yield	10%	7%	15%	32%	16%	8%	18%	16%
Direktavkastning	10,5%	10,4%	12,0%	27,9%	19,8%	Neg.	3,4%	5,3%
Utdelningsandel, justerad	53,0%	76,6%	63,6%	78,1%	87,6%	50,0%	50,0%	50,0%
EV/Sales	2,3x	1,6x	1,0x	0,5x	0,6x	1,0x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	6,1x	6,3x	4,1x	1,6x	2,9x	29,5x	9,9x	5,9x
EV/EBIT, justerad	6,4x	6,5x	4,2x	1,6x	2,9x	29,7x	9,9x	6,0x
EV	29	29	28	23	27	32	30	26
Aktiekurs	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Källa: Angler Gaming, EPB

## Kvartalsvis data

Resultaträkning																			0.882556			
	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322	
Nettoomsättning	3,3	3,7	4,0	3,8	3,8	6,8	6,3	6,7	7,6	7,9	9,8	11,6	10,2	11,9	13,5	10,1	10,1	9,6	7,8	6,9	8,5	
Kostnad sålda varor	-1,6	-1,8	-2,2	-2,0	-2,2	-3,9	-3,8	-3,8	-4,1	-4,4	-5,4	-6,5	-6,6	-6,8	-8,3	-6,9	-6,5	-6,2	-5,6	-5,9	-6,4	
Bruktovinst	1,7	1,9	1,8	1,8	1,5	2,9	2,5	2,9	3,5	3,5	4,3	5,1	4,6	5,1	5,2	3,3	3,6	3,4	2,2	1,0	2,1	
Marknadsföringskostnader	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,5	-0,8	-1,0	-0,5	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	
Personalkostnader	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
Övriga kostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Rörelseresultat (EBITDA)	1,3	1,5	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,4	2,4	2,1	2,9	3,8	3,4	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3	0,4	-0,6	0,7	
Avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwillnedskrivningar																						
Resultat (EBIT)	1,4	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,4	2,5	2,1	2,9	3,8	3,5	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3	0,4	-0,6	0,7	
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Justerat Resultat (EBIT)	1,4	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,4	2,5	2,1	2,9	3,8	3,4	4,0	3,8	1,9	2,1	0,3	0,4	-0,6	0,7	
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resultat före skatt	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,8	1,3	1,3	2,3	2,0	2,5	3,4	2,2	3,6	3,5	1,8	2,0	0,1	0,0	-1,2	0,1	
Skatter	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Nettoresultat Rapporterat	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,2	2,3	1,9	2,5	3,3	2,2	3,5	3,4	1,9	2,0	0,0	0,0	-1,2	0,1	
Nettoresultat (Just)	1,3	1,6	1,4	1,4	1,1	0,7	1,2	1,2	2,3	1,9	2,5	3,4	2,2	3,5	3,4	1,9	2,0	0,0	0,0	-1,2	0,1	

Tillväxt och marginaler																					
	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322
Omsättningsstillväxt					13%	80%	56%	75%	102%	17%	55%	73%	33%	51%	39%	-13%	0%	-19%	-42%	-32%	-16%
EBIT, tillväxt					rnf	-51%	rnf	-4%	121%	189%	128%	174%	41%	94%	31%	-49%	-39%	-92%	-89%	rnf	-68%
Bruktovinstmarginal	51%	52%	44%	48%	41%	42%	40%	44%	46%	45%	44%	44%	45%	43%	39%	32%	36%	35%	29%	15%	25%
EBITDA-marginal	40%	41%	35%	37%	29%	11%	20%	20%	32%	26%	29%	39%	34%	41%	39%	20%	22%	3%	4%	rnf	7%
EBIT-marginal	14%	16%	15%	15%	11%	8%	13%	14%	25%	21%	30%	39%	35%	41%	39%	20%	22%	3%	4%	rnf	7%
Skattesats	1%	2%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	3%	-4%	1%	56%	4%	rnf	rnf

Källa:



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 frånsäger 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 fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

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

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

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

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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