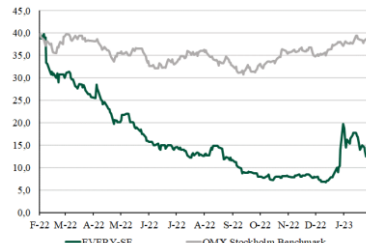


Penser Access | Media | Sverige | 21 februari 2023

Mer fokus på kärnverksamheten sportmedia

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	25 - 27 kr												
Totala intäkter	-4,8%	-5,6%	-	Totala intäkter	193	214	237	250	Aktiekurs	12,0 kr												
EBITDA, just.	-25,7%	-25,4%	-	Tillväxt	1%	11%	11%	6%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-10,9%	-95,0%	-	EBITDA, just.	8	28	37	43	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-44	-6	3	10														
Q1 - rapport	04 maj 2023			EPS, just.	-7,3	-1,1	0,0	0,8														
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	5,3	4,2	4,2	5,1	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier			6,1m	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde			73	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,4%	3,8%														
Nettoskuld			112	ROE, just.	Neg.	Neg.	0,7%	18,3%														
EV			185	ROCE, just.	Neg.	Neg.	2,1%	5,6%														
Free float			43%	EV/Sales	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x														
Daglig handelsvolym, snitt			6k	EV/EBITDA	19,3x	6,6x	5,0x	4,3x														
Bloomberg Ticker	EVERY SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	56,7x	19,4x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	390,6x	14,2x														
Henrik Holmer				P/EK	1,5x	2,9x	2,9x	2,4x														
henrik.holmer@penser.se				FCF yield	57%	5%	19%	31%														
				Nettoskuld/EBITDA	13,5x	3,8x	2,5x	1,8x														

Investment case

EverySPORT Media Group (ESMG) är ett svenskt mediehus med fokus på sport. Bolaget skiljer sig från de traditionella svenska mediehusen då man är helt digitala och har byggt upp ett antal starka varumärken och tillgångar inom nischmedia fokuserad på sport. Utöver att vara ett digitalt mediehus äger ESGM en världsledande hockeydatabas, Eliteprospects, som fungerar som ett socialt nätverk för ishockeyspelare. Därtill är man en ledande operatör av padelhallar. Vi bedömer att marknaden inte ser den minskade volatiliteten i mediadelen från prenumerationstjänster samt underskattar potentialen i att vara en aktör inom padel med rätt portfölj av anläggningar. Dessutom anser vi att marknaden just nu endast fokuserar på det negativa sentimentet inom svensk padel och missar att majoriteten av omsättningen kommer från mediadelen som har en god utveckling.

Bolagsprofil

ESMG äger och opererar ett antal nischade sportsidor. Dessa fokuserar på specifika sporter eller fans till specifika lag. Hemsidorna följer en makrotrend inom medielandskapet där nya digitala mediehus fyller ett utrymme som traditionella medier likt tidningar och TV lämnat av kostnadsskäl. Ett exempel på detta är att ESGM äger Sveriges största innebandysite, en sport som får lite utrymme i traditionell media. Genom att kontrollera en flexibel plattform kan ESGM hitta nya nischer att etablera sig inom. Bolaget äger även en världsledande databas (Eliteprospects) för hockeyspelare som fungerar som ett socialt nätverk inom sporten.

Ytterligare en intressant aspekt av ESGM är att man kommit långt på resan från att vara gratis, med annonsintäkter som främsta intäkt, till att förlita sig på betalande användare. Vi bedömer att en allt större del av annonsintäkter kommer att tillfalla plattformsbolag likt Google och Facebook, vilket gör det svårt för mindre aktörer att livnära sig på annonsintäkter. Genom att vara digitalt och ungt har ESGM inte samma arv av annonstunga intäkter som etablerade mediehus har.

Genom att äga Eliteprospects samt ha en hög andel prenumeranter på sina hemsidor har bolaget lyckats bygga upp en relativt hög återkommande intäktsbas vilket vi inte anser reflekteras i värderingen för bolaget.

Förvärvet av Klövern Padel ger en exponering mot världens snabbast växande sport padel. En konsolidering av den svenska marknaden samt en geografisk expansion ger potential för starka kassaflöden. Vi ser också synergier med bolagets digitala tillgångar genom bl.a. korsmarknadsföring.

Värdering

Vi har valt två olika metoder för att värdera ESGM: en diskonterad kassaflödesanalys och en sum of the parts-värdering. Båda dessa indikerar en betydande uppsida jämfört med dagens kursnivåer. Vi bedömer att aktien kan nå vårt motiverade värde om 25-27 kr givet de fyra förutsättningarna nedan:

- **Bevisa skalbarheten i medieplattformen.** Detta genom att lansera fler nischsidor och växa med befintliga redaktionella resurser.
- **Minska andelen volatila annonsintäkter inom B2B.** Kan ESGM visa att man kan minska sitt beroende av den volatila annonsmarknaden ser vi skäl för en väsentlig uppvärdering
- **Fortsatt hög tillväxt i Eliteprospects.** Vi ser Eliteprospects som en viktig värde drivare kommande år givet den starka tillväxten och den höga bruttomarginalen för tjänsten.
- **Fortsatt arbete med att optimera portföljen av padelanläggningar.** Vi uppfattar att Every Padel kommer att vara en relativ vinnare i den konsolidering som sker i Sverige samt potentiellt expandera till nya geografier.

Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde om 25-27 kr enligt ovanstående resonemang, vilket ger en stor uppsida från dagens nivåer. Vi bedömer risken vara medelhög givet den höga graden av återkommande intäkter samtidigt som marknadsläget blivit något mer osäkert.

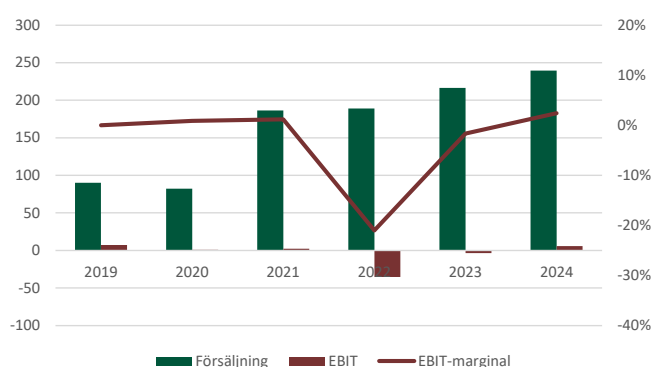
Kvartalet i korthet

Nettoomsättningen för 2022 blev 189 mkr (187) vilket var 7% lägre än våra prognoser på 202 mkr. Justerat EBITDA blev 15 mkr (33) vilket var 30% lägre än våra prognoser på 21 mkr. Every Padel omsatte 13 mkr medan Mediadelen omsatte 131 mkr. Antal betalande prenumeranter inom Media fortsätter att växa och slå rekord och prishöjningar har genomförts. Enligt bolaget var annonsintäkterna stabila i linje med hur de såg ut i slutet av förra kvartalet. Elite Prospects fortsätter att leverera och växte antalet betalande prenumeranter med 42% y/y till nästan 18.000 och man har nu ca en miljon registrerade spelare i databasen. Den starka utvecklingen gör att bolaget beslutat att allokera mer av koncernens resurser till Elite Prospects. Den redan annonserade strategiska översynen av Padelbeståndet, det pågående sparpaketet och fortsatta effektiviseringar gör att bolaget förväntar sig en successiv resultatförbättring under 2023.

De förändringar bolaget har gjort inom Every Padel påverkar våra prognoser framöver. Antal anläggningar går från 9 till 5 och vi bedömer att det innebär att man går från 78 banor till 58. Intäkt per bana bör komma upp, då kvarvarande anläggningar är av en relativt hög kvalitet. Avskrivningar av leasingskulder blir lägre framöver med färre anläggningar. Antal anställda blir något färre och kostnader bör generellt komma ner. I en tuff miljö med en överetablerad padelmarknad är detta helt rätt väg att gå, där de lönsamma kommer ut som relativa vinnare när utbudet korrigeras. Padel som sport ser fortsatt en stark efterfrågan.

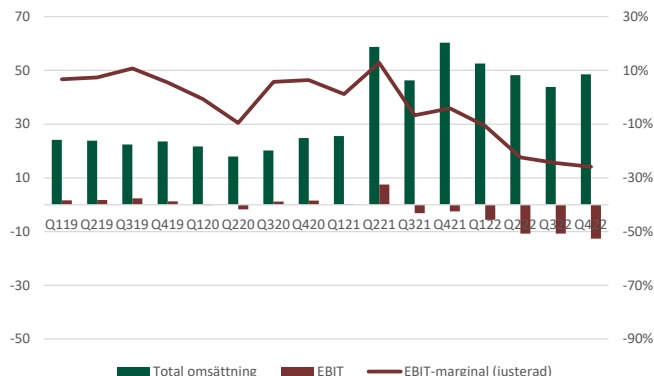
Minskade intäkter från Every Padel påverkar gruppens nettoomsättning med ca -4% per år de närmaste åren i våra prognoser. Padel kommer också att vara en mindre del av gruppens omsättning och kärnverksamheten inom sportmedia bedömer vi kommer att vara ca 80% av omsättningen. Detta, tillsammans med en mer lönsam padelverksamhet, gör att vi ser en förbättrad lönsamhet för gruppen.

Diagram 1: Försäljning och EBIT, helår



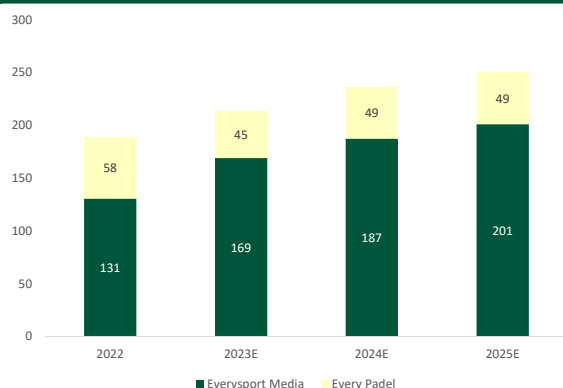
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 2: Försäljning och EBIT, kvartalsvis



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 3: Majoriteten av omsättningen kommer från Media



Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vi har valt att göra en s.k. sum-of-the-parts-modell (SOTP) för att värdera ESMG. Vi anser detta vara den bästa metoden då bolagets olika affärsområden har olika volatilitet och potentiell lönsamhet. Vår SOTP utgår från våra 2024-estimat och diskonteras sedan tillbaka till idag med en diskonteringsränta på 18%.

Eliteprospects: Givet den starka tillväxten i antal prenumeranter anser vi att Eliteprospects ska värderas till 2,5x sales, vilket ger ett nuvärde om ca 8 kr per aktie.

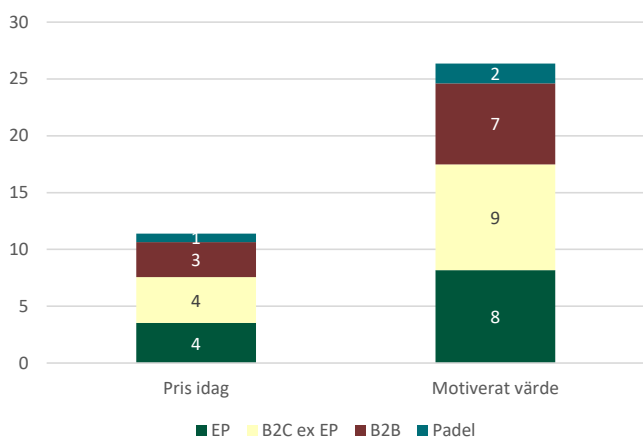
B2C ex Eliteprospects: Vi bedömer att dessa intäkter och prenumeranter har en högre churn rate än Eliteprospects. Vi väljer således att värdera dessa intäkter till 1x sales, vilket ger ett diskonterat värde på ca 9 kr per aktie.

B2B: Dessa intäkter har historiskt visat högst volatilitet inom Everysport Media vilket gör att vi värderar dessa med den lägsta multiplern, 0,7x sales vilket motsvarar ca 7 kr per aktie.

Padel: Givet att detta affärsområde är nyast, har kort historik och är verkar i en bransch under press, använder vi en mycket låg multiplern på 0,3x sales. Detta ger ca 2 kr per aktie.

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 25-27 kr i denna SOTP-värdering. Som komplement till denna har vi en DCF-analys där vi använder ett avkastningskrav på 14%, vilket indikerar en relativt hög risk. DCF-värderingen ger ett värde på 17 kr. Vi föredrar dock SOTP-metodiken då prognoser för avskrivningar kopplade till leasing och kapitalisering av leasingkontrakt stör kassaflödesprognosen efter vår prognosperiod. Givet det höga avkastningskrav vi har i vår SOTP-analys bedömer vi att vi har justerat för den kommersiella risken i de olika affärsområdena.

Diagram 4: SOTP-analys



Källa: EPB

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																
Valuation output					WACC assumptions					Sensitivity analysis						
Sum of PV of FCF (explicit period)	18				Risk free nominal rate	2.5%				Long-term growth rate						
PV of terminal value (perpetuity formula)	83				Risk premium	5.5%					1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
Enterprise value	101				Small cap premium	4%				WACC	13.0%	18	19	20	21	23
Latest net debt	0				Extra risk premium	2.0%					13.5%	16	17	18	19	21
Minority interests & other	0				WACC	14.0%					14.0%	15	16	17	18	19
Equity value	101										14.5%	13	14	15	16	17
No. of shares outstanding (millions)	6										15.0%	12	13	14	15	16
Equity value per share (SEK)	17															
Implicit multipl.					Terminal value assumptions					Long-term EBIT margin						
EV/Sales	0.5	0.5	0.5		Long term growth rate	2.0%				WACC		7.0%	9.5%	12.0%	14.5%	17.0%
EV/EBITDA	3.1	12.2	3.6		Long term EBIT margin	12.0%					13.0%	10	15	20	25	30
EV/EBIT	-88.1	-2.3	-11.7		Depreciation (% of sales)	5.0%					13.5%	9	14	18	23	27
EV/NOPLAT	-113.0	-3.0	-15.0		Capex (% of sales)	4.0%					14.0%	8	12	17	21	25
P/E					Working cap. (% of sales)	-2.6%					14.5%	7	11	15	19	23
ROIC/WACC					Tax rate	22%				15.0%	6	10	14	17	21	
Current Share price	11.40															
DCF (SEKm)																
	2023-02-19	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	
Sales	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032		
EBITDA	90	82	186	189	214	237	250	272	293	312	331	348	363	376		
- Depreciation	11	5	33	8	28	37	43	16	22	29	35	41	48	54		
= EBIT*	-4	-4	-31	-48	-34	-34	-34	-8	-9	-10	-12	-14	-15	-17		
- Tax on EBIT	7	1	-1	-43	-9	0	7	8	13	19	23	28	33	37		
= NOPLAT	-2	0	0	9	2	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8		
+ Depreciation**	6	1	-1	-34	-7	0	5	6	10	14	18	22	25	29		
= Gross cash flow	4	4	6	6	6	6	34	8	9	10	12	14	15	17		
- Capex***	10	5	5	-28	-1	6	39	14	19	25	30	35	40	46		
= Increase (+decrease) in WC	-3	-1	-6	-12	-12	-12	-12	-13	-14	-14	-15	-15	-15	-16		
= Free cash flow from operations	-4	6	-8	22	-1	0	-4	1	1	1	0	0	0	0		
	2	9	-10	-18	-14	-6	22	2	6	11	16	20	25	31		
PV of cash flow				-11	-18	-13	-5	16	1	3	5	6	7	8	8	
% of Enterprise value				-11%	-18%	-13%	-5%	15%	1%	3%	5%	6%	7%	8%	8%	
Accumulated % of Enterprise value				-11%	-29%	-42%	-47%	-31%	-30%	-27%	-21%	-15%	-8%	0%	9%	
Key figures																
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032		
Sales growth	-8.7%	126.5%	1.3%	13.1%	10.7%	9.7%	8.7%	7.7%	6.7%	5.9%	5.1%	4.3%	3.6%			
EBITDA margin	6%	18%	4%	13%	15.6%	17.3%	5.9%	7.6%	9.3%	10.5%	11.8%	13.1%	14.4%			
EBITDA growth	-58%	602%	-75%	239%	32.4%	16.9%	-62.6%	37.6%	29.9%	20.6%	18.0%	15.7%	13.7%			
EBIT margin	1%	-1%	-23%	-4%	0.1%	1.6%	3.0%	4.5%	5.9%	6.9%	7.9%	9.0%	10.0%			
Depreciation (% of sales)	4.8%	3.2%	3.2%	2.8%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%			
Capex (% of sales)	1.6%	3.4%	6.4%	5.6%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%			
Capex (% of depreciation)	34%	105%	200%	200%	200%	37%	163%	148%	135%	122%	111%	102%	94%			

Källa: EPB

Diagram 5: Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoomsättning	90	82	186	189	214	237
Övriga rörelseintäkter	4	2	4	4	0	0
Totala intäkter	94	85	191	193	214	237
Kostnad sålda varor	-9	-9	-31	-28	-34	-37
Bruttoresultat	85	76	160	166	180	199
Övriga rörelsekostnader	-74	-71	-127	-157	-152	-162
EBITDA	11	5	33	8	28	37
EBITDA, justerad	11	5	33	8	28	37
EBITA, justerad	11	5	33	8	28	37
EBIT	7	1	2	-40	-6	3
EBIT, justerad	7	1	2	-44	-6	3
Finansnetto	-1	-1	-5	-3	-3	-3
Resultat före skatt	6	0	-2	-43	-9	0
Resultat före skatt, justerad	6	0	-2	-47	-9	0
Total skatt	0	1	-2	3	2	0
Nettoresultat	6	1	-5	-40	-7	0
Nettoresultat, justerad	6	1	-5	-44	-7	0
Intäktstillväxt	-	-10%	>100%	1%	11%	11%
Bruttomarginal	94,6%	92,3%	85,9%	87,7%	84,3%	84,3%
EBIT-marginal, justerad	8,0%	0,9%	1,2%	Neg.	Neg.	1,4%
EPS, justerad	1,37	0,13	-0,78	-7,26	-1,12	0,03
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Every sport Media Group, EPB

Kassaflödesanalys						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EBIT	7	1	2	-40	-6	3
Övriga kassaflödesposter	3	3	26	48	31	31
Förändringar i rörelsekapital	-4	6	-8	22	-1	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	10	20	30	24	34
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-1	-6	-3	-20	-20
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-1	-6	-3	-20	-20
Fritt kassaflöde	3	8	13	27	4	14
Nyemission / återköp	0	4	9	0	0	0
Övriga poster	-4	-4	-18	-31	20	20
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-4	0	-10	-31	20	20
Kassaflöde	-1	8	4	-4	24	34
Nettoskuld	2	1	212	111	105	92

Källa: Every sport Media Group, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	28	28	82	70	70	70
Övriga immateriella tillgångar	0	0	2	2	2	2
Materiella anläggningstillgångar	0	0	9	5	5	5
Finansiella anläggningstillgångar	5	5	5	5	5	5
Övriga anläggningstillgångar	4	10	209	103	90	76
Summa anläggningstillgångar	39	43	306	184	170	157
Varulager	0	0	1	0	1	1
Kundfordringar	7	8	17	16	19	21
Övriga omsättningstillgångar	6	6	20	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	10	10	6	21	44
Summa omsättningstillgångar	16	24	47	40	60	85
SUMMA TILLGÅNGAR	54	67	353	224	231	242
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	22	23	72	32	25	26
Summa eget kapital	22	23	72	32	25	26
Långfristiga räntebärande skulder	1	5	5	5	5	5
Långfristiga leasingskulder	1	4	168	74	83	93
Övriga långfristiga skulder	5	5	5	3	3	3
Summa långfristiga skulder	7	14	178	83	92	102
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	4	6	6	6
Leverantörsskulder	3	4	15	15	18	20
Kortfristiga leasingskulder	2	1	45	32	32	32
Övriga kortfristiga skulder	18	24	40	57	57	57
Summa kortfristiga skulder	24	31	104	110	113	115
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	54	67	353	224	231	242

Källa: Everysport Media Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	-10%	>100%	1%	11%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-58%	>100%	-75%	>100%	32%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-90%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	94,6%	92,3%	85,9%	87,7%	84,3%	84,3%
EBITDA-marginal	12,3%	5,7%	17,6%	4,4%	13,1%	15,6%
EBITDA-marginal, justerad	12,3%	5,7%	17,6%	4,4%	13,1%	15,6%
EBIT-marginal	8,0%	0,9%	1,2%	Neg.	Neg.	1,4%
EBIT-marginal, justerad	8,0%	0,9%	1,2%	Neg.	Neg.	1,4%
Vinst-marginal, justerad	6,9%	0,7%	Neg.	Neg.	Neg.	0,1%

Källa: Everysport Media Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	3%	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROCE, justerad	Neg.	2%	1%	Neg.	Neg.	2%
ROIC, justerad	Neg.	3%	1%	Neg.	Neg.	3%

Källa: Everysport Media Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	-	0%	0%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	7%	9%	9%	8%	9%	9%
Leverantörsskulder / KSV	39%	51%	48%	54%	55%	54%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	39%	66%	59%	61%	58%
Rörelsekapital / totala intäkter	-9%	-17%	-9%	-19%	-17%	-15%
Kapitalomsättningshastighet	3,4x	2,5x	0,7x	1,3x	1,4x	1,5x

Källa: Every sport Media Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoskuld	2	1	212	111	105	92
Soliditet	42%	33%	20%	14%	11%	11%
Nettoskuldsättningsgrad	0,1x	0,0x	2,9x	3,4x	4,1x	3,6x
Nettoskuld / EBITDA	0,2x	0,2x	6,5x	13,5x	3,8x	2,5x

Källa: Every sport Media Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EPS	1,37	0,13	-0,78	-6,57	-1,12	0,03
EPS, justerad	1,37	0,13	-0,78	-7,26	-1,12	0,03
FCF per aktie	0,70	1,86	2,22	4,48	0,63	2,26
Eget kapital per aktie	4,95	4,96	11,8	5,30	4,18	4,21
Antal aktier vid årets slut, m	4,54	4,54	6,09	6,09	6,09	6,09
Antal aktier efter utspädning, snitt	4,54	4,54	6,09	6,09	6,09	6,09

Källa: Every sport Media Group, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
P/E, justerad	8,8x	92,7x	Neg.	Neg.	Neg.	390,6x
P/EK	2,4x	2,4x	1,0x	1,5x	2,9x	2,9x
P/FCF	17,0x	6,4x	5,4x	1,8x	19,1x	5,3x
FCF-yield	6%	16%	18%	57%	5%	19%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,6x	0,7x	1,5x	0,8x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	5,1x	11,8x	8,7x	19,3x	6,6x	5,0x
EV/EBIT, justerad	7,9x	74,9x	128,4x	Neg.	Neg.	56,7x
EV	56	55	285	159	185	185
Aktiekurs	12,0	12,0	12,0	7,9	12,0	12,0

Källa: Every sport Media Group, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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