



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hotell & Restaurang | Sverige | 21 februari 2023

Angler Gaming

Fortsatt pressad bruttomarginal men trading update ljusglimt

Bruttomarginal pressas av nedstängning av affiliate-samarbeten

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 8,1m, vilket motsvarar en negativ tillväxt om 15,7% y/y. EBIT uppgick till 0,3m, vilket motsvarar en marginal om 3,4%. EBIT pressas av att bruttomarginalen sjunker till 23% från 25% i Q3 och 35% under 2021. Marginalen pressas av att bolaget avslutar olönsamma affiliate-samarbeten. Vi bedömer att detta även pressar tillväxten. Q1'23 har inletts något över våra förväntningar med en tillväxt om 9% q/q. Under Q1 har även ett antal B2B projekt lanserats.

Exponering mot tillväxtmarknader

Tidigare har Angler erbjudit en hög, lönsam tillväxt genom en exponering mot tillväxtmarknader inom i-gaming. Under de senaste kvartalen har dock bolaget haft operativa problem vilket pressat både marginal och tillväxt kraftigt. Vi bedömer att det finns viss potential i det nya strategiska arbete bolaget påbörjat då man börjat sälja sina tjänster B2B. Dock anser vi att det är upp till bevis för bolaget att vända den negativa utvecklingen.

Fortsatt avvaktande till aktien

Givet den svaga resultatutvecklingen för Angler sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 7% över perioden 2023–2024. Detta trots en trading update från bolaget som visar att man tar små steg mot att återgå till tillväxt. Givet den vikande bruttomarginalen q/q sänker vi våra estimat för EBITDA med 12% på innevarande år, detta då bolaget bruttit den uppåtgående trend i bruttomarginal vi tidigare såg. 2024 bedömer vi att bruttomarginalen kommer stabiliseras något under historiska nivåer. Vi justerar även ned vårt motiverade värde till 4,5–4,6 kr mot tidigare 5,5–5,8 kr.

Estimatändring			Prognos (m€)					Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	4,5 - 4,6 kr	
Totala intäkter	-6,6%	-8,1%	-	31	33	34	35	Aktiekurs	4,2 kr	
EBITDA, just.	-12,3%	-1,2%	-	Tillväxt	-28%	4%	3%	3%	Riskenivå	High
EPS, just.	-16,7%	-1,5%	-	EBITDA, just.	1	3	4	4		
				EBIT, just.	1	3	4	4		
				EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	85%	-5%		
				EK/aktie	0,1	0,1	0,1	0,1		
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%		
				ROE, just.	Neg.	36,3%	53,4%	35,4%		
				ROCE, just.	7,9%	53,5%	67,8%	44,2%		
				EV/Sales	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x		
				EV/EBITDA	34,6x	10,2x	6,4x	6,8x		
				EV/EBIT	35,2x	10,2x	6,4x	6,8x		
				P/E, just.	-	15,7x	8,5x	8,9x		
				P/EK	5,8x	5,6x	3,8x	2,7x		
				Direktavkastning	0,0%	3,2%	5,9%	5,4%		
				FCF yield	3%	29%	17%	13%		
				Nettoskuld/EBITDA	-1,5x	-0,3x	-0,9x	-1,7x		

Kommande händelser	
Q1 - rapport	16 maj 2023
Q2 - rapport	17 augusti 2023

Bolagsfakta (m€)	
Antal aktier	75m
Börsvärde	28
Nettoskuld	(1)
EV	27
Free float	32%
Daglig handelsvolym, snitt	116k
Bloomberg Ticker	ANGL SS EQUITY

Analytiker	
Rikard Engberg	
rikard.engberg@penser.se	

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter	
	Yes No
Likviditetsgarant	✓
Certified adviser	✓
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 som många av de internationella aktörerna inte når, vilket historiskt resulterat i höga marginaler och tillväxt.

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 lågt. I Sverige och Storbritannien som anses vara bland de mest mogna marknaderna uppgick online 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 kan medföra en hög tillväxt. 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 var 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

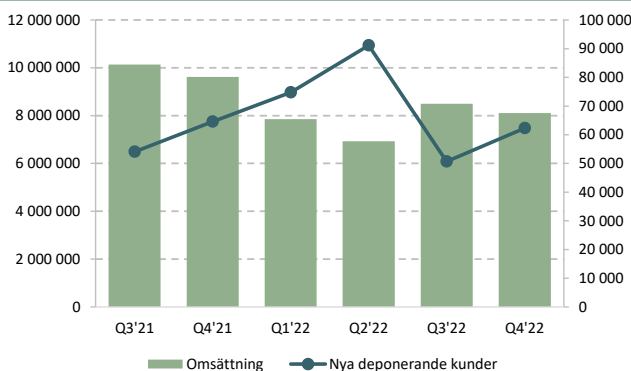
Vi har använt en DCF för att värdera Angler vilket ger ett motiverat värde om 4,5-4,6 kr.

Kvartalet i korthet

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 31,4m, vilket motsvarar en tillväxt om -28% y/y. Den främsta drivkraften bakom den negativa tillväxten är att kunddeponier sjönk med 30% och uppgick i kvartalet till EUR 65m. Antalet nya deponerande kunder uppgick till 52 813 vilket är en nedgång med 36% y/y. Vi bedömer att det låga kundinflödet går att förklara med att bolaget har stängt ned ett antal affiliate-samarbeten där man anser sig fått en dålig avkastning på investerat kapital.

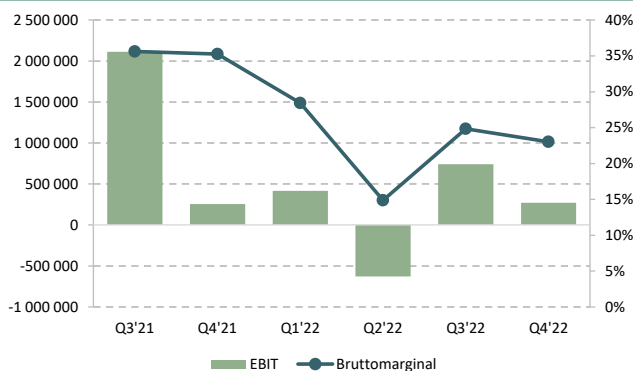
Resultatet uppgick i kvartalet till EUR -2,4m. Det negativa resultatet är kopplat till nedskrivningar av kundfordringar. Trots att det operativa kassaflödet uppgick till EUR 1m, vilket var en ökning med 19,4%q/q, väljer styrelsen att inte föreslå en utdelning för 2022.

Lågt kundinflöde till följd av avslutade affiliate samarbeten pressar tillväxten...



Källa: Bolaget, EPB siffror i Euro

...och bruttomarginalen

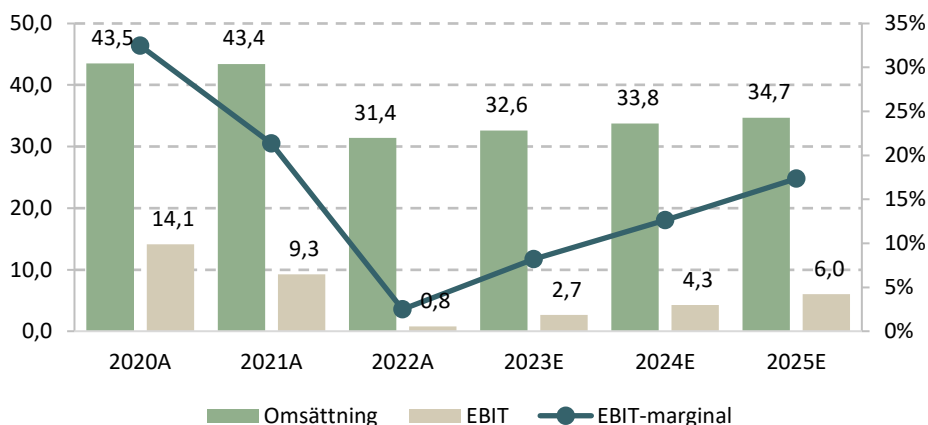


Källa: Bolaget, EPB, siffror i Euro

Estimatförändringar

Trots att bolagets trading update indikerar en tillväxt om 3% y/y och 9% q/q sänker vi våra försäljningsestimat med 6,3% 2023 och 7,8% 2024. På innevarande år sänker vi EBITDA med 17% då den tidigare stigande trenden i bruttomarginal har brutits. Vi bedömer att bruttomarginalen kommer normaliseras kring år 2024. Vi ser en potentiell uppsida i våra estimat om bolaget bevisar att de partnerskap man nu inlett B2B börjar visa en substantiell tillväxt.

Vi bedömer att botten är nådd för EBIT-marginalen



Källa: EPB

Värdering

Vi har valt att värdera Angler med en DCF. Vi bedömer att detta är mest lämpligt givet den historiskt och potentiellt starka kassaflödesgenereringen i bolaget.

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA						
Valuation output						
Sum of PV of FCF (explicit period)			19			
PV of terminal value (perpetuity formula)			14			
Enterprise value			33			
Latest net debt			-1			
Minority interests & other			0			
Equity value			34			
No. of shares outstanding (millions)			75			
Equity value per share (SEK)			4,57			
Implicit multipl.						
	2021	2022	2023			
EV/Sales	0,8	1,1	1,0			
EV/EBITDA	3,6	42,0	12,4			
EV/EBIT	3,6	42,6	12,4			
EV/NOPLAT	3,6	48,0	12,8			
P/E						
ROIC/WACC						
Current Share price			4,2			
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%			
WACC			12,5%			
Terminal value assumptions						
Long term growth rate			2,0%			
Long term EBIT margin			15,0%			
Depreciation (% of sales)			2,0%			
Capex (% of sales)			2,0%			
Working cap. (% of sales)			86,1%			
Tax rate			12%			
Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	11,5%	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3
	12,0%	4,7	4,8	4,8	4,9	5,0
	12,5%	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7
	13,0%	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
	13,5%	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
Long-term EBIT margin						
	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	
WACC	11,5%	3,7	4,4	5,1	5,8	6,6
	12,0%	3,5	4,2	4,8	5,5	6,2
	12,5%	3,3	4,0	4,6	5,2	5,8
	13,0%	3,2	3,8	4,4	4,9	5,5
	13,5%	3,1	3,6	4,1	4,7	5,2

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	13	18	29	43	43	31	33	34	35
Totala intäkter	13	18	29	43	43	31	33	34	35
Kostnad sålda varor	-6	-10	-16	-24	-28	-24	-24	-23	-23
Bruttoresultat	6	8	12	19	16	7	9	11	12
R&D-kostnader	0	-2	-3	-2	-2	-1	-2	-2	-2
Övriga rörelsekostnader	-1	-2	-2	-3	-5	-5	-5	-5	-6
EBITDA	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBITDA, justerad	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBITA, justerad	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBIT	4	5	7	14	9	1	3	4	4
EBIT, justerad	4	5	7	14	9	1	3	4	4
Finansnetto	2	0	0	-2	-2	-5	-1	-1	-1
Resultat före skatt	6	4	6	12	7	-4	2	3	3
Resultat före skatt, justerad	6	4	6	12	7	-4	2	3	3
Nettoresultat	6	4	6	12	7	-3	2	3	3
Nettoresultat, justerad	6	4	6	12	7	-3	2	3	3
Intäktstillväxt	-	47%	55%	52%	0%	-28%	4%	3%	3%
Bruttomarginal	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	27,6%	32,9%	34,0%
EBIT-marginal, justerad	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EPS, justerad	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	85%	-5%

Källa: Angler Gaming, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	5	7	14	9	1	3	4	4
Övriga kassaflödesposter	2	0	0	-2	-2	-1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-2	-1	-2	1	5	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	2	5	10	5	1	8	5	4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	3	2	5	10	5	1	8	5	4
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Utdelningar	0	-3	-3	-5	-9	-6	0	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	-3	-3	-5	-9	-5	0	-2	-2
Kassaflöde	3	-1	1	5	-4	-4	8	3	2
Nettoskuld	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-1	-4	-7

Källa: Angler Gaming, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kundfordringar	2	5	6	10	12	8	8	7	8
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	3	5	10	6	1	1	4	7
Summa omsättningstillgångar	6	8	11	19	18	9	9	11	14
SUMMA TILLGÅNGAR	7	9	12	21	19	10	10	13	16
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	6	7	10	16	15	5	5	7	11
Summa eget kapital	6	7	10	16	15	5	5	7	11
Leverantörsskulder	1	1	2	4	4	5	5	5	5
Summa kortfristiga skulder	1	2	2	4	4	5	5	5	5
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	7	9	12	21	19	10	10	13	16

Källa: Angler Gaming, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	47%	55%	52%	0%	-28%	4%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-1%	45%	>100%	-34%	-91%	>100%	60%	-6%
EBIT-tillväxt, justerad	-	1%	48%	>100%	-34%	-92%	>100%	60%	-6%
EPS-tillväxt, justerad	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	85%	-5%
Bruttomarginal	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	27,6%	32,9%	34,0%
EBITDA-marginal	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBITDA-marginal, justerad	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBIT-marginal	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBIT-marginal, justerad	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
Vinst-marginal, justerad	50,9%	23,8%	21,4%	26,5%	16,8%	Neg.	5,6%	9,9%	9,2%

Källa: Angler Gaming, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	64%	69%	87%	47%	Neg.	36%	53%	35%
ROCE, justerad	Neg.	66%	76%	>100%	59%	8%	54%	68%	44%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%	12%	67%	>100%	>100%

Källa: Angler Gaming, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	18%	27%	22%	22%	28%	25%	25%	22%	22%
Leverantörsskulder / KSV	14%	14%	11%	15%	14%	22%	22%	22%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	13%	12%	9%	14%	13%	17%	17%	17%	17%
Rörelsekapital / totala intäkter	10%	18%	16%	13%	18%	8%	9%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	2,0x	2,5x	2,8x	2,6x	2,9x	6,4x	6,4x	4,5x	3,3x

Källa: Angler Gaming, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-1	-4	-7
Soliditet	87%	82%	84%	80%	77%	48%	49%	60%	68%
Nettoskuld / EBITDA	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,7x	-0,6x	-1,5x	-0,3x	-0,9x	-1,7x

Källa: Angler Gaming, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
EPS, justerad	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
FCF per aktie	0,04	0,03	0,06	0,14	0,07	0,01	0,11	0,07	0,05
Utdelning per aktie	0,05	0,04	0,05	0,12	0,09	0,00	0,01	0,02	0,02
Eget kapital per aktie	0,08	0,10	0,14	0,22	0,20	0,07	0,07	0,10	0,14
Antal aktier vid årets slut, m	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	75,0	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	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	4,5x	6,5x	4,7x	2,5x	3,9x	Neg.	15,7x	8,5x	8,9x
P/EK	4,5x	3,8x	2,8x	1,7x	1,9x	5,8x	5,6x	3,8x	2,7x
P/FCF	8,9x	11,8x	6,0x	2,8x	5,6x	31,0x	3,5x	5,8x	7,6x
FCF-yield	11%	8%	17%	36%	18%	3%	29%	17%	13%
Direktavkastning	11,8%	11,8%	13,6%	31,6%	22,4%	0,0%	3,2%	5,9%	5,4%
Utdelningsandel, justerad	53,0%	76,6%	63,6%	78,1%	87,6%	0,0%	50,0%	50,0%	48,4%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,8x	0,4x	0,5x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,6x	1,3x	2,5x	34,6x	10,2x	6,4x	6,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	3,6x	1,3x	2,5x	35,2x	10,2x	6,4x	6,8x
EV	Neg.	Neg.	24	19	23	27	27	27	27
Aktiekurs	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Källa: Angler Gaming, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Angler Gaming (ANGL SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 frånsäger 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 informations spridning, 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