



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 02 april 2023

MAG Interactive

Investeringar i marknadsföring börjar bära frukt

Marknadsföringsinvesteringar börjar bära frukt

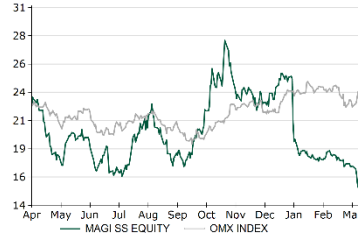
Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 96,1 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 25%. De kraftigt ökade investeringarna i marknadsföring vi såg under Q4 och framför allt Q1 har nu börjat bära frukt och försäljningen av spel uppgick till 46,1 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 55%. EBITDA i kvartalet uppgick till 9,8 mkr, vilket motsvarar en marginal om 10%. Både tillväxten i omsättning och EBITDA var något lägre än våra helårsestimat. Vi ser dock att de kampanjer som genomfördes under perioden Q4 till Q2 nu börjat bära frukt, vilket gör att vi ser att bolaget kan röra sig mot våra estimat. Vidare guidar bolaget för lägre investeringar i UA (marknadsföring) framöver vilket gör att lönsamheten kommer stärkas.

En högtintressant spelportfölj

MAG har över åren lyckats bygga en spelportfölj med starka titlar som visat en imponerande livslängd. Quizduel, som fortfarande är ett av bolagens bäst säljande spel, lanserades redan 2012 och har under de senaste kvartalen slagit försäljningsrekord. Bolaget har ett antal titlar som lanserades innan Quizduel och fortfarande lever. De opereras av ett litet team och genererar ett överskott som kan investeras i marknadsföring av nya titlar. Under senare tid har bolaget inlett stora investeringar i marknadsföring. Detta i kombination med nyligen genomföra lanseringar gör att vi bedömer att bolaget kommer se ett starkt kassaflöde och en lönsamhetsförbättring kommande år.

Marginella justeringar

Vi gör endast marginella justeringar av våra intäktsestimater. Vi bedömer att de investeringar som gjorts i marknadsföring (UA) kommer stödja en fortsatt tillväxt. Givet att bolagets investeringar i marknadsföring nu ser ut att sjunka höjer vi våra EBITDA-estimater med ca 7% under perioden 22/23e-24/25e. Vi lämnar dock vårt motiverade värde om 24-26 kr oförändrat då vi vill se ett klart trendbrott i marginalexpansionen innan vi justerar det.

Estimatändring				Historik och Prognoser (mkr)					Värde och risk													
	22/23e	23/24e	24/25e		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	24 - 26 kr												
Totala intäkter	-0,5%	6,1%	0,2%	Totala intäkter	396	431	491	516	Aktiekurs	15,7 kr												
EBITDA, just.	3,6%	14,2%	3,1%	Tillväxt	22%	9%	14%	5%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	13,4%	>100%	12,0%	EBITDA, just.	101	41	63	83	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 - rapport28 juni 2023</div>				EBIT, just.	11	-17	3	23														
				EPS, just.	0,4	-0,5	0,1	0,7														
				EPS-tillväxt	56%	N.m.	>100%	>100%														
				EK/aktie	1,4	1,3	1,3	1,2														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier26m</div> <div>Börsvärde417</div> <div>Nettoskuld(74)</div> <div>EV342</div> <div>Free float73%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt44k</div> <div>Bloomberg TickerMAGI SS EQUITY</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<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		✓																
				EBIT-marginal	2,9%	Neg.	0,6%	4,5%														
				ROE, just.	3,3%	Neg.	0,8%	5,6%														
				ROCE, just.	5,0%	Neg.	0,9%	6,4%														
EV/Sales	1,2x	1,0x	0,8x	0,8x																		
EV/EBITDA	4,6x	10,3x	6,6x	5,0x																		
EV/EBIT	33,4x	-	100,4x	11,4x																		
P/EK	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x																		
FCF yield	7%	-	6%	10%																		
Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,8x	-1,7x	-1,8x																		

Investment case

MAG Interactive utvecklar s.k. casual games för mobil. Bolaget har en stark ställning inom frågesport och ordspel med höga rankningar på relevanta marknadsplatser. Bolaget har nu accelererat sina investeringar i user acquisition, vilket bygger långsiktig tillväxt. Vidare har vi noterat att de spel som nu går in i en global lanseringsfas har visat starka KPIs vilket stödjer vår tes om en accelererande tillväxt. Vi ser ett motiverat värde om 24-26 kr med potentiell uppsida vid nya spelsläpp och starka KPIs ifrån UA investeringar.

Bolagsprofil

MAG Interactive utvecklar s.k. casual games som spelas online mellan spelare. Detta gör att spelen får en relativt lång livstid. Många av MAG:s titlar har haft en imponerande lång livslängd och vi bedömer att bolaget kommer ha möjlighet att genom en väl inarbetad utvecklingsprocess fortsätta lansera långlivade spel. Den första versionen av bolagets spel Quizkampen lanserades redan 2012. En uppdaterad version är i dagsläget en av bolagets starkaste titlar.

MAG befinner sig för tillfället i ett mycket intressant läge då man har genomfört en global lansering av ett nytt spel vid namn Tile Mansion. Spelsläppet är det största sedan Wordzee! som lanserades i oktober 2019. Lanseringen kommer leda till att bolaget accelererar investeringarna i marknadsföring, vilket kommer driva tillväxten kommande kvartal. På kort sikt kan det dock få en negativ inverkan på lönsamheten. Samtidigt som detta sker visar Wordzee fortsatt starka KPIs, vilket gör att MAG fortsätter att investera i UA för detta spel. Under kvartalet ökade ARPDau för detta spel med ca 50%, vilket styrker vår tes om att framtida tillväxt kommer främst ifrån ökad intjäning per dagligt aktiv användare snarare än fler användare.

MAG har historiskt lyckats ha en lång livslängd på sina spel, vilket leder till att lönsamheten på titlarna blir hög efter en initial fas av marknadsföringsinvesteringar. Vi bedömer således att kassaflödet och vinsten kommer att accelerera kommande år. Ett bevis på att bolaget har långlivade titlar är segmentet live-ops där man samlar ett antal äldre spel. Detta segment stod under Q2'22/23 för ca 30% av omsättningen. Teamet som leder affärsområdet består av sju personer vilket resulterar i en hög marginal.

Mobilspel är en av de snabbast växande formerna av underhållning. Marknaden är till skillnad ifrån dataspelsmarknaden väldigt fragmenterad. I dagsläget uppgår den adresserbara marknaden för MAG till USD 5,1bn och väntas växa med ca 10% kommande år. Den viktigaste drivkraften i sektorn är ett ökat användande av mobiltelefon som betalmedel i s.k. in app-köp. Här ser vi att MAG:s nya titlar likt Wordzee! har starkare KPIs (nyckeltal) än tidigare spel.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 24-26 kr för aktien. Triggers i närtid är starka siffror från bolagets senaste spelsläpp. Givet att bolaget i närtid gör stora UA-investeringar, vilket kortsiktigt trycker ned resultatet, använder vi oss av en DCF-värdering där bolaget succesivt rör sig emot en EBIT-marginal strax under sina finansiella mål.

Kvartalet i detalj

Omsättningen från in-game-försäljningen uppgick till 46,2 mkr, vilket är en ökning med ca 25%. Tillväxten är driven av två faktorer, en stark dollar samt en kraftig ökning i ARPDau, eller intäkt per dagligt aktiv användare, som uppgick till 7,8 US cent, en ökning med 32% y/y. Tillväxten visar att MAG har lyckats i sina UA investeringar där man fokuserar på att dra till sig kunder med ett högt spelarvärde. Vidare har MAG ökat antalet dagligt aktiva till 1,3m från 1,2m i Q1 22/23 vilket tyder på att tillväxten kan accelerera från nuvarande nivåer.

Omsättningen ifrån annonser uppgick till 49,9 mkr, en ökning med ca 6%. Vi bedömer att utvecklingen reflekterar en något mindre aktiv annonsmarknad.

- DAU uppgick till 1,3m, vilket motsvarar en nedgång med 15% y/y, men en ökning med ca 0,1m eller 8% q/q. Vi ser detta som positivt då bolaget har haft en nedåtgående trend i antalet dagligt aktiva användare sex kvartal i rad.
- ARPDau uppgick till 7,8 US cent, vilket motsvarar en ökning med 38% y/y. Siffran drivs b.l.a. av att ARPDau i spelet Wordzee växer med ca 50% y/y. Siffran visar att de kampanjer som MAG drivit under Q1-Q2 lyckats med att generera ett högt spelarvärde.

EBITDA i kvartalet uppgick till 9,8 mkr, vilket motsvarar en marginal om 10%. EBITDA är kraftigt upp sedan Q1 22/23 då bolaget levererade ett nollresultat. Den snabba omställningen till lönsamhet visar att bolaget har god kontroll på sin lönsamhet, givet investeringarna i marknadsföring. Bolaget bedömer att lönsamheten kommer stiga kommande kvartal givet att takten i investeringar i marknadsföring minskar från nuvarande nivåer.

Estimatförändringar

Vi gör endast marginella förändringar av intäktsstatistiska då vi anser att de UA-kampanjer som genomförts kommer att resultera i en ökad tillväxt. Givet att antalet DAU är högre än våra estimat höjer vi våra EBITDA-estimat med i snitt 7% under prognosperioden 2023/2024e-2024/2025e. Vi räknar även med att UA-investeringarna kommer vara något lägre H2 än H1, vilket gör att vi höjer våra EBITDA-estimat med ca 4% på innevarande år.

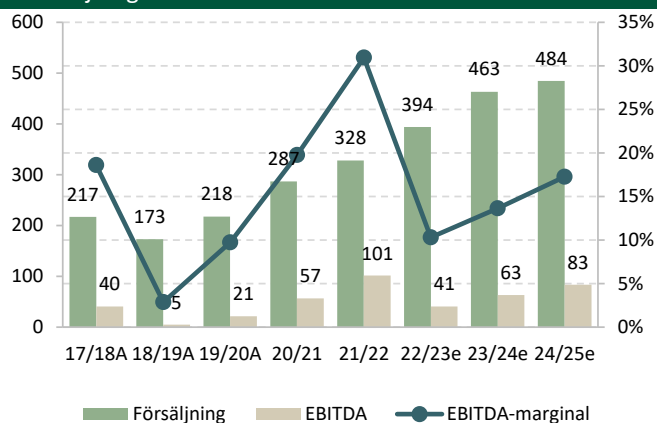
Genomgång av titlar

Wordzee: Under kvartalet har de investeringar i marknadsföring som gjorts givit en god avkastning. ARPDau har stigit med 50%. Utöver detta har antalet aktiva spelare ökat q/q. Under kvartalet har ett antal större tematiska event genomförts, vilket givit en god avkastning på investerat kapital. Dessa väntas fortsätta under resterande del av året. MAG har även strömlinjeformat startskärmen för spelet vilket har givit goda resultat.

Quizkampen: Under kvartalet har MAG fortsatt att utveckla spelets Sololäge, vilket genererat ett nytt intäktsrekord. Vidare har andra delar av spelet optimerats, vilket resulterat i goda kundvärden samt tillväxt i spelarbas. Quizkampen är det ledande triviaspelet i Europa och under kvartalet har bolaget genomfört investeringar för att kunna växa på den amerikanska marknaden.

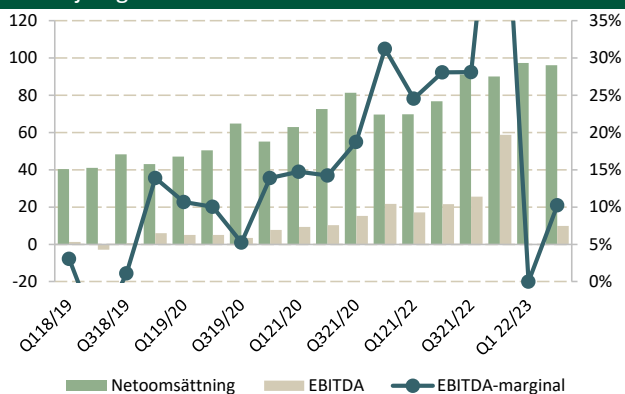
Tile Mansion: Är bolagets senast släppta spel. I dagsläget har spelet släppts på flertalet engelska marknader och har under Q2 släppts på fem nya marknader: Tyskland, Frankrike, Brasilien och Mexico. Spelet har under kvartalet visat starka nyckeltal för ARPDau. Under kvartalet har även DAU ökat till följd av de internationella lanseringarna.

Försäljning och EBITDA mkr – år



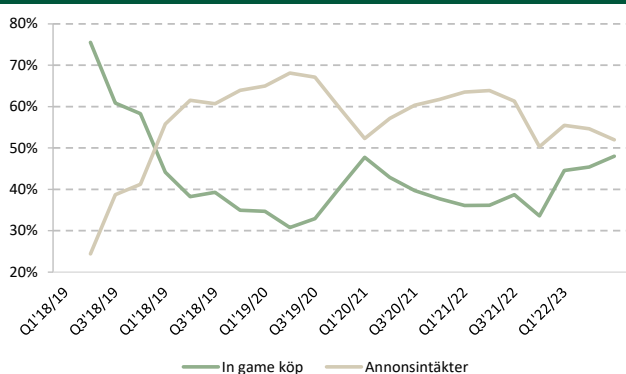
Källa: EPB, Bolaget

Försäljning och EBITDA mkr - kvartal



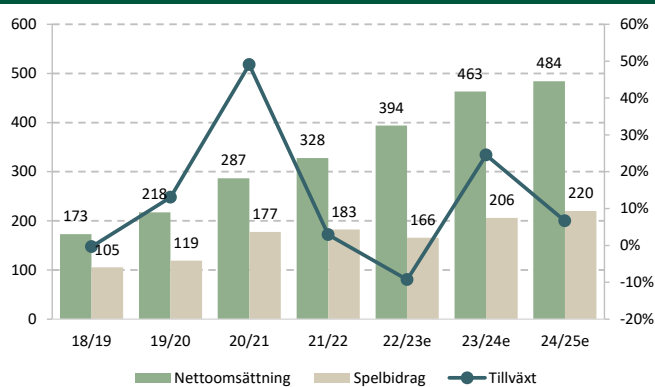
Källa: EPB, Bolaget

Intäktsmix



Källa: Bolaget

Tillväxten i spelbidrag väntas accelerera kommande år



Källa: EPB, bolaget

ARPU har nått en ny nivå...



Källa: Bolaget

...samt att trenden i nedåtgående spelare är bruten



Källa: Bolaget

DCF

DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	282	Risikfri ränta	3%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	359	Riskpremium	6%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
Företagsvärde (EV)	630	Småbolagspremium	3%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-74	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	13,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	4,0%
Eget kapital	715			Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	26			Terminalvärde, % av EV	56,9%
Eget kapital per aktie	27				

Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			20,0%	22,5%	18,0%	27,5%	30,0%
WACC	12,0%	28	29	30	32	33	WACC	12,0%	23	27	30	34	38
	12,5%	26	27	29	30	31		12,5%	22	25	29	32	35
	13,0%	25	26	27	28	29		13,0%	21	24	27	30	33
	13,5%	24	25	25	26	28		13,5%	20	23	25	28	31
	14,0%	23	23	24	25	26		14,0%	19	21	24	27	30

Källa: EPB

Resultaträkning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoomsättning	287	328	394	463	484
Övriga rörelseintäkter	38	68	37	28	32
Totala intäkter	325	396	431	491	516
Kostnad sålda varor	-62	-67	-82	-104	-103
Bruttoresultat	263	329	348	387	413
Försäljningskostnader	-77	-93	-172	-177	-186
Övriga rörelsekostnader	-130	-135	-135	-147	-144
EBITDA	57	101	41	63	83
EBITDA, justerad	57	101	41	63	83
EBITA, justerad	57	101	41	63	83
Amortering	-49	-90	-58	-60	-60
EBIT	7	11	-17	3	23
EBIT, justerad	7	11	-17	3	23
Finansnetto	-1	6	-1	0	0
Resultat före skatt	6	17	-18	3	23
Resultat före skatt, justerad	6	17	-18	3	23
Total skatt	1	-6	4	-1	-5
Nettoresultat	7	11	-14	2	19
Nettoresultat, justerad	7	11	-14	2	19
Intäkstillväxt	31%	22%	9%	14%	5%
Bruttomarginal	81,0%	83,2%	80,9%	78,9%	80,0%
EBIT-marginal, justerad	2,3%	2,9%	Neg.	0,6%	4,5%
EPS, justerad	0,29	0,45	-0,52	0,09	0,70
EPS-tillväxt, justerad	>100%	56%	N.m.	>100%	>100%

Källa: MAG Interactive, EPB

Kassaflödesanalys					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	7	11	-17	3	23
Övriga kassaflödesposter	49	53	59	59	55
Förändringar i rörelsekapital	-6	4	-14	-9	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	50	68	27	53	76
Investeringar i anläggningstillgångar	-35	-30	-35	-28	-32
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-1	-	-	-
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-63	-3	-3	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-100	-34	-39	-28	-32
Fritt kassaflöde	-50	34	-11	25	44
Förändring av skulder	-16	-11	0	0	0
Övriga poster	1	0	-5	-3	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-15	-11	-5	-3	0
Kassaflöde	-65	23	-17	23	44
Nettoskuld	-50	-84	-75	-106	-150

Källa: MAG Interactive, EPB

Balansräkning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
TILLGÅNGAR					
Goodwill	161	125	126	126	126
Övriga immateriella tillgångar	108	98	82	50	22
Övriga anläggningstillgångar	63	52	55	54	54
Summa anläggningstillgångar	332	275	263	230	202
Kundfordringar	33	42	51	57	62
Övriga omsättningstillgångar	16	18	13	13	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	96	126	109	139	183
Summa omsättningstillgångar	144	186	173	210	258
SUMMA TILLGÅNGAR	477	461	436	440	460
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	323	336	323	325	344
Summa eget kapital	323	336	323	325	344
Långfristiga leasingskulder	36	30	23	23	23
Övriga långfristiga skulder	66	31	27	27	27
Summa långfristiga skulder	102	61	50	50	50
Leverantörsskulder	13	24	20	23	25
Kortfristiga leasingskulder	9	13	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	29	27	32	31	31
Summa kortfristiga skulder	51	64	63	64	66
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	477	461	436	440	460

Källa: MAG Interactive, EPB

Tillväxt och marginaler

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäktstillväxt	31%	22%	9%	14%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	>100%	79%	N.m.	56%	32%
EBIT-tillväxt, justerad	>100%	55%	N.m.	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	>100%	56%	N.m.	>100%	>100%
Bruttomarginal	81,0%	83,2%	80,9%	78,9%	80,0%
EBITDA-marginal	17,4%	25,6%	9,4%	12,8%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	17,4%	25,6%	9,4%	12,8%	16,2%
EBIT-marginal	2,3%	2,9%	Neg.	0,6%	4,5%
EBIT-marginal, justerad	2,3%	2,9%	Neg.	0,6%	4,5%
Vinst-marginal, justerad	3,4%	2,7%	Neg.	0,5%	3,6%

Källa: MAG Interactive, EPB

Avkastning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	2%	3%	Neg.	1%	6%
ROCE, justerad	2%	5%	Neg.	1%	6%
ROIC, justerad	3%	4%	Neg.	1%	11%

Källa: MAG Interactive, EPB

Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Kundfordringar / totala intäkter	10%	11%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	20%	36%	25%	22%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	28%	20%	20%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	2%	3%	3%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,0x	1,2x	1,4x	1,4x

Källa: MAG Interactive, EPB

Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	-50	-84	-75	-106	-150
Soliditet	68%	73%	74%	74%	75%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	-0,9x	-0,8x	-1,8x	-1,7x	-1,8x

Källa: MAG Interactive, EPB

Aktiedata

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	0,29	0,45	-0,52	0,09	0,70
EPS, justerad	0,29	0,45	-0,52	0,09	0,70
FCF per aktie	-2,09	1,40	-0,43	0,96	1,65
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	13,4	13,9	12,2	12,3	13,0
Antal aktier vid årets slut, m	24,1	24,1	26,5	26,5	26,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,1	24,1	26,5	26,5	26,5

Källa: MAG Interactive, EPB

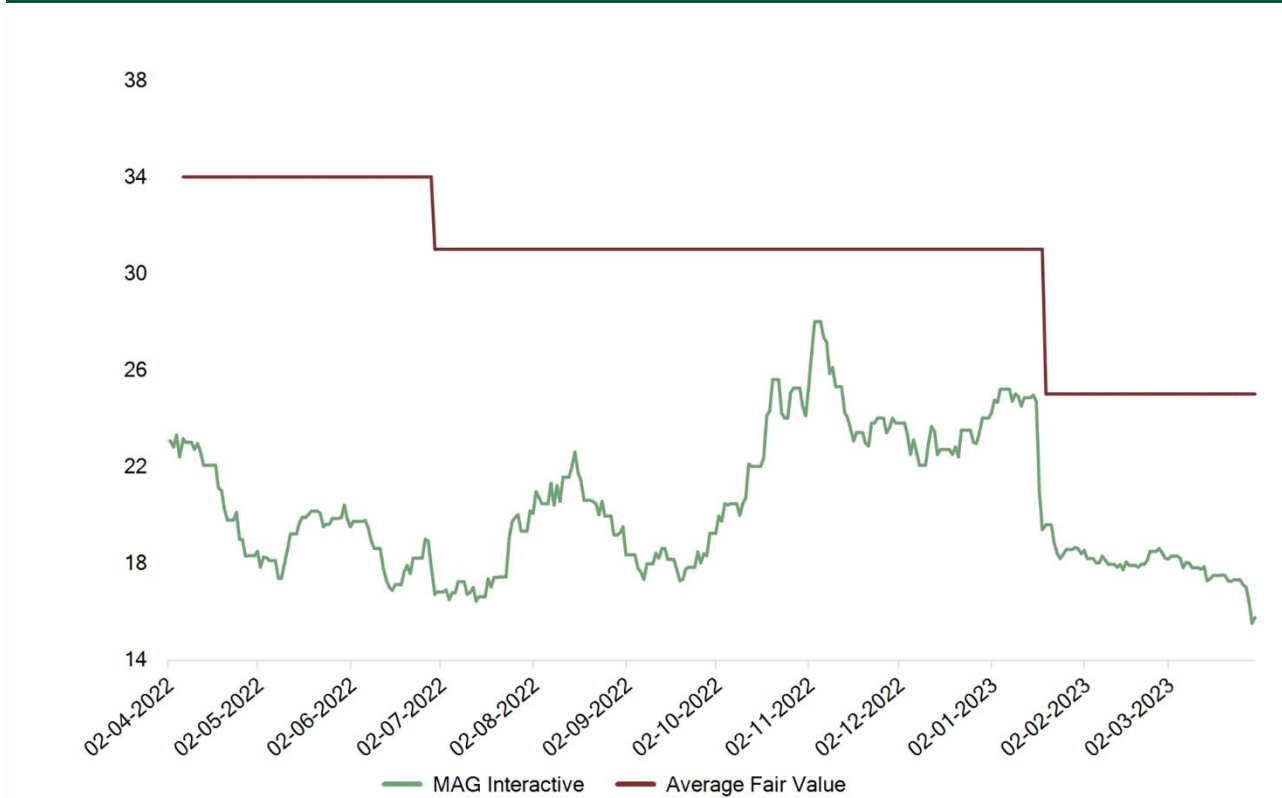
Värdering

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	2,4x	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x
P/FCF	Neg.	0,0x	Neg.	0,0x	0,0x
FCF-yield	Neg.	7%	Neg.	6%	10%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,4x	1,2x	1,0x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	13,6x	4,6x	10,3x	6,6x	5,0x
EV/EBIT, justerad	98,0x	33,4x	Neg.	100,4x	11,4x
EV	721	381	342	311	267
Aktiekurs	32,0	19,2	15,7	15,7	15,7

Källa: MAG Interactive, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

MAG Interactive (MAGI 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 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