



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 13 april 2023

Gaming Innovation Group

Intressant utveckling i mediasegmentet

Mediasegmentet starkt inför potentiell uppdelning

Under kvartalet har GIG konsoliderat förvärvet av Askgamblers.com. Vi bedömer att integrationen har varit lyckad och att GIG redan från start har lyckats leverera ett stort antal FTDs (first deposit customers). Vidare har bolagets mediasamarbete med Newscorp utökats till att nu även omfatta Irland och under slutet av kvartalet USA. Under kvartalet har bolaget även skrivit sitt första avtal för lösningen GIG Enterprise Solution. Kunden är en internationell aktör som betalar en start up fee som är signifikant över de nivåer som bolaget tidigare har sett. Vidare kommer den löpande intäkten från kontraktet vara högre än nuvarande bas.

Mediesamarbeten en nyckel till multiplexexpansion för GIG Media

Vi bedömer att mediasamarbetet med Newscorp är en av nycklarna för att GIG Media på egna ben ska kunna handlas till en premie mot övriga noterade affiliate bolag. I dagsläget handlas Better Collective, som har ca 70% av sina intäkter från publishing där mediasamarbeten är i gång, till en kraftig premie mot övriga affiliates. GIG har i dagsläget ca 64% av sina intäkter inom publishing. Mediesamarbeten var dock innan avtalet med NewsCorp en mycket liten del av omsättningen. Vi bedömer att det självständiga mediebolaget kan närma sig Better Collective i värdering och intäktsmix om bolagets mediasamarbeten visar en hög tillväxt kommande kvartal.

Dagens kurs reflekterar inte SOTP-värdering vid uppdelning

GIG handlas idag till ett enterprise value om ca EUR 325m. Vi anser att detta värde tillskriver ett mycket lågt värde till plattformen, då bolagets mediedel bör värderas till ca EUR 330m på stand alone basis. Sammanfattningsvis ser vi en god potential i bolaget framöver och inför en potentiell uppdelning.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	38 - 39 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	90	122	146	170	Aktiekurs	25,6 kr	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	36%	36%	20%	16%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	34	53	69	81		
				EBIT, just.	13	27	44	55		
				EPS, just.	0,0	0,1	0,2	0,3		
				EPS-tillväxt, just.	>100%	>100%	86%	33%		
				EK/aktie	0,5	0,6	0,9	1,2		
				EBIT-marginal	12,7%	22,1%	29,8%	32,3%		
				ROE, just.	10,5%	22,8%	32,4%	31,2%		
				ROCE, just.	13,9%	19,7%	27,0%	27,8%		
				EV/Sales	4,0x	2,8x	2,4x	2,0x		
				EV/EBITDA	10,7x	6,6x	5,0x	4,3x		
				EV/EBIT	27,8x	12,8x	7,9x	6,3x		
				P/E, just.	76,7x	17,2x	9,2x	7,0x		
				P/EK	4,8x	3,6x	2,6x	1,9x		
				FCF yield	-	7%	12%	13%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,7x	0,1x	-0,2x		

Kommande händelser	
Q1 - rapport	04 maj 2023
Q2 - rapport	16 augusti 2023

Bolagsfakta (m€)	
Antal aktier	130m
Börsvärde	293
Nettoskuld	52
EV	345
Free float	83%
Daglig handelsvolym, snitt	46k
Bloomberg Ticker	GIGO SS Equity

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Analytiker

Rikard Engberg

rikard.engberg@penser.se

Investment case

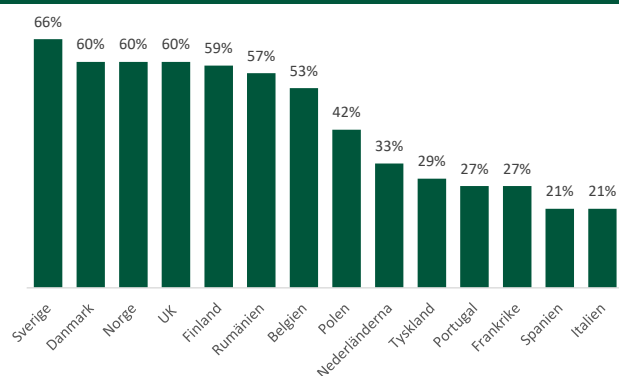
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och väntas växa 11-15% kommande år. Den främsta drivkraften är att nya marknader regleras och ett ändrat beteendemönster där spelandet skiftar från offline till online. GIG har två affärsområden som gynnas av denna trend, GIG Media och GIG Platform Services. GIG Media tillhandahåller affiliatetjänster, vilket är den snabbast växande formen av marknadsföring inom iGaming-industrin. Denna typ av marknadsföring tenderar att växa kraftigt på nyöppnade marknader. GIG Platform Services tillhandahåller en plattformslösning som är licensierad på flest marknader, vilket gör att man blir en stark partner för casinon som vill röra sig online och operatörer som vill nå nya marknader. Detta i kombination med att GIG har genomfört en operationell storstädning gör att vi ser att aktien kommer utvecklas väl framöver.

Bolagsprofil

Den globala spelmarknadens värde uppgår i dagsläget till ca USD 440bn, varav ca 15% av spelandet sker online. Spelandet växer i takt med den globala BNP, varav spel online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för iGaming-industrin:

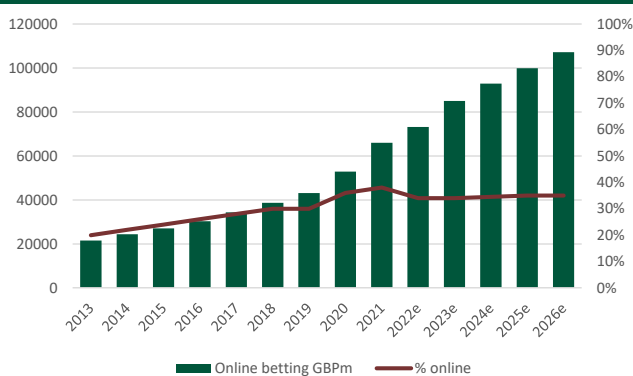
- **Avreglering av stora marknader:** Samtidigt som USA har börjat öppna upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att exempelvis Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem. När marknader omreglerar eller öppnas tenderar spelandet att öka eftersom det får en högre social acceptans. Dessutom blir det enklare då betaltjänster öppnar och marknadsföring tillåts.
- **Nedstängning av fysiska casinon:** Vi bedömer att pandemin har accelererat skiftet från att spela offline till online. Onlinedelen av spelandet har historiskt legat under 10%, men vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin. Vi bedömer att denna andel inte kommer sjunka tillbaka, eftersom onlinespel efter pandemin fått en större acceptans. Dessa tendenser bedömer vi sker i kraftig utsträckning i exempelvis Syd- och Centraleuropa.
- **Fortsatt digitalisering av samhället:** Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer att se en ökad andel onlinespelare framöver. Detta drivs av allmänna faktorer som främjar digitalisering, exempelvis utbyggnad av bredband och konvertering till smartphones.

Online spelande i Europa i förhållande till totalt spelande



Källa: H2 Capital

Globala spelmarknaden GBPM



Källa: H2 Capital

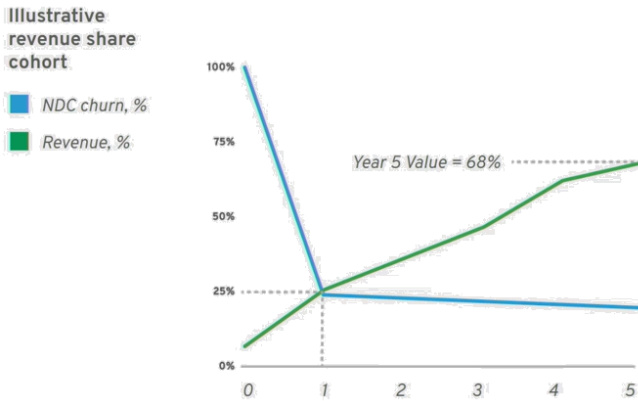
Värdering

Vi anser att GIG gynnas av samtliga makrotrender ovan, eftersom de genom sin flexibla plattform kan erbjuda sina kunder att snabbt nå de marknader som nyligen har omreglerats. Vi ser att GIG Media har agerat som en kassako till de investeringar som gjorts i plattformen och nu möjliggör en accelererad tillväxt både för omsättningen och vinsten. Detta leder till att vi ser ett motiverat värde om 38-39 kr per aktie.

Genomgång av GIG Media

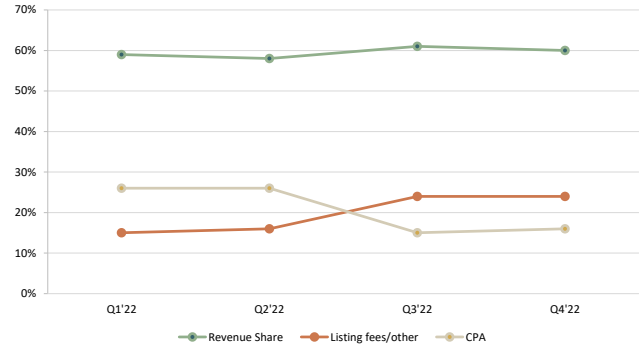
GIG har under kvartalet tillträtt AskGamblers.com som man förvärvade av Catena Media. AskGamblers.com genererade ca 53 000 FTDs under 2022, där en stor del av dessa var på s.k. rev-share avtal. GIG har genom förvärvet och ett starkt Q4 lyckats knyta till sig ett stort antal FTDs, vilket vi bedömer kommer kunna vara en bra bas för intäkter kommande år. Grafen nedan till vänster från det noterade affiliate bolaget Better Collective visar hur endast 25% av intäkterna generas under det första året.

Genom rev. share byggs en trögriplig intäktsbas...



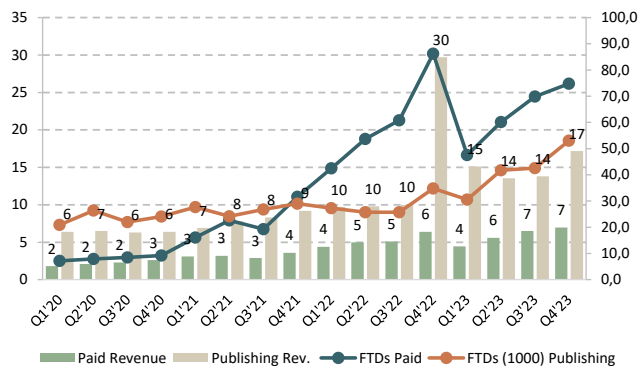
Källa: Better Collective

...som varit stabil över de senaste kvartalen...



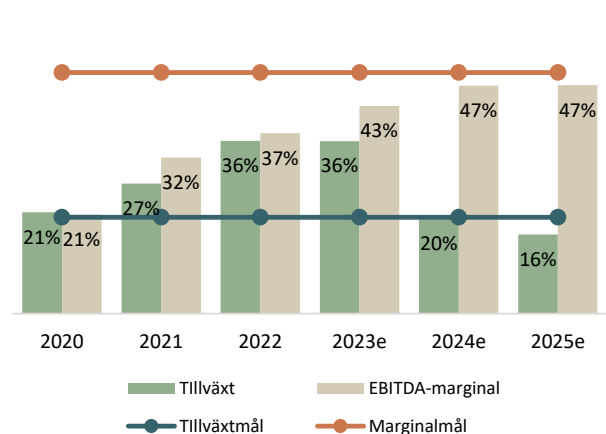
Källa: GIG

...och kommer börja bära frukt framöver...



Källa: GIG, EPB

...vilket gör att bolaget rör sig mot sina finansiella mål



Källa: GIG, EPB

Grafen från Better Collective visar på styrkan i affiliates affärsmodell, dvs relativt låg elasticitet i omsättningen. En mycket intressant aspekt med GIG är exponeringen mot Latinamerika marknaden. Latinamerika är en mycket intressant marknad som har börjat öppna upp för I-gaming och där digitalannonsering ökat med en faktor på 2-3x jämfört med det globala snittet om ca 17% under 2022. Vi bedömer således att digitalmarknadsföring kommer vara en nyckelkanal för de operatörer som vill växa på denna marknad som anses vara en av de snabbast växande inom i-gaming, givet att den börjar öppna upp.

Mediesamarbeten

Den andra december ingick GIG ett avtal med det brittiska mediehuset NewsCorp. NewsCorp är ett av de ledande mediehusen i den anglosaxiska världen och äger bl.a. en av Storbritanniens största tabloidtidningar, The Sun, och ett antal radiostationer som talkSport, talkRadio. Samarbetet innebär att GIG tillhandahåller content i dessa medier, se nedan. Från dessa sidor driver sedan GIG trafik via rev Share-avtal till operatörer. Volymen från dessa samarbeten är betydligt högre än från de traditionella affiliate-tjänsterna, men resulterar i en lägre intäkt per FTD då GIG delar intäkterna med mediebolaget. GIG har sedan avtalet om lansering på den brittiska marknaden skrivs expanderat samarbetet till att även omfatta Irland. Samarbetet lanserades även sent i Q1'23 på den amerikanska marknaden.

GIG producerar content för bl.a. The Sun...

BETTING

Källa: The Sun

..och talkSport

Källa: TalkSport

Vi bedömer att intäkterna ifrån dessa samarbeten är nyckeln för att för att vi ska kunna få se en multiplexexpansion för GIG Media. Görs en analys av de listade affiliate-bolagen kan vi notera att Better Collective, som har en hög andel medieintäkter, värderas på ett kraftigt premium mot övriga noterade affiliates. Better Collective hade ca 70% av sina intäkter ifrån publishing under 2022. Av dessa 70% är en stor del kopplat till mediesamarbeten.

Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	2 413	3 352	2,86x	2,48x	2,41x	6,3x	6,0x	5,3x	8,3x	8,4x	7,2x	nm	9,0x	8,4x
Better Collective	11 362	13 144	4,59x	3,83x	3,38x	14,5x	11,8x	9,7x	17,6x	14,4x	11,4x	21,8x	16,9x	13,0x
Raketeck Group Holding	789	909	1,79x	1,30x	1,17x	4,6x	3,5x	3,0x	7,3x	5,5x	4,4x	8,9x	6,3x	4,9x
GIG (konsensus)	3 072	3 660	3,39x	2,50x	2,17x	11,1x	5,4x	4,6x	30,8x	9,9x	7,2x	91,5x	12,9x	7,6x
Mean			2,67x	2,14x	1,94x	9,9x	6,9x	5,9x	17,1x	9,8x	7,7x	30,3x	11,8x	9,1x
Median			2,32x	1,95x	1,74x	9,2x	6,1x	5,4x	13,5x	9,2x	7,2x	16,4x	11,6x	9,0x
VS GIG			46%	28%	25%	21%	-11%	-16%	127%	8%	0%	458%	11%	-16%

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income			
		LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	
Catena Media	Movies/Entertainment	-	81,0%	86,1%	-	41,2%	45,1%	-	29,5%	33,6%	-	26,0%	25,4%	
Better Collective	Miscellaneous Commerci	34,9%	65,6%	65,9%	31,7%	32,6%	34,9%	26,3%	26,6%	29,6%	17,9%	18,6%	22,3%	
Raketeck Group Holding	Internet Software/Services	40,8%	68,4%	69,0%	39,2%	36,6%	39,6%	24,3%	23,6%	26,4%	17,4%	17,9%	21,3%	
GIG (konsensus)	Casinos/Gaming	45,0%	96,9%	97,9%	30,6%	46,5%	47,5%	11,2%	25,2%	30,1%	5,3%	14,2%	21,9%	
Mean			40,2%	78,0%	79,7%	33,8%	39,2%	41,8%	20,6%	26,2%	29,9%	13,6%	19,2%	22,7%
Median			40,8%	74,7%	77,5%	31,7%	38,9%	42,4%	24,3%	25,9%	29,9%	17,4%	18,3%	22,1%

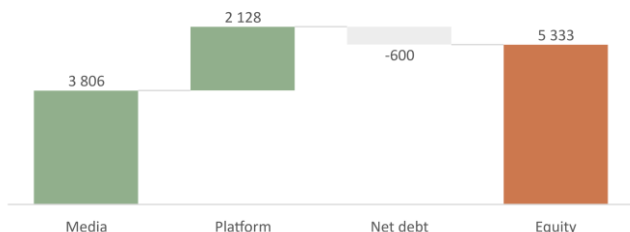
Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income			
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	
Catena Media	-	11,1%	3,0%	-21,8%	-16,0%	12,6%	-27,6%	-4,9%	17,1%	-804,0%	nm	0,6%	
Better Collective	59,8%	15,8%	13,3%	34,1%	19,3%	21,4%	29,5%	18,4%	26,3%	117,7%	20,6%	35,7%	
Raketeck Group Holding	42,3%	20,0%	11,0%	7,9%	16,1%	20,0%	9,8%	24,7%	24,1%	5,1%	41,9%	31,8%	
GIG (konsensus)	29,1%	49,4%	15,0%	233,0%	83,7%	17,6%	-328,1%	182,3%	37,5%	-2551,5%	535,1%	77,8%	
Mean		51,1%	15,6%	9,1%	6,8%	6,5%	18,0%	3,9%	12,7%	22,5%	-227,1%	31,3%	22,7%
Median		51,1%	15,8%	11,0%	7,9%	16,1%	20,0%	9,8%	18,4%	24,1%	5,1%	31,3%	31,8%

Källa: Factset

Värdering

Vi bedömer att den bästa metodiken att värdera GIG är en SOTP-värdering där vi värderar de två affärsområdena för sig. Vi bedömer att denna metod belyser de värden som kan uppstå vid den delning av bolaget som utvärderas. För Media segmentet anser vi att bolaget kommer handla till en rabatt om 20% mot Better Collective som handlas på EV/EBITDA 10x på 2023 års estimat. Platform and Sportbok värderar vi till EV/sales 4,75x, vilket är högre än Kambi som värderas till 3x EV/Sales 2024, men lägre än Evolution som värderas till 14x. Vi bedömer att segmentet har ett bättre momentum än Kambi i dagsläget.

SOTP värdering



Källa: EPB

Känslighetstabell (EV EURm)

EV GIG Media (X-EBITDA marginal, Y EV/EBITDA 2023)

	40%	42%	40%	44%	46%	48%
6,0x	205	215	205	226	236	246
8,0x	273	287	273	301	314	328
10,0x	342	359	342	376	393	410
12,0x	410	431	410	451	472	492

EV GIG Platform & Sportbook (X Tillväxt, Y EV/Sales 2023)

	34%	36%	38%	40%	42%	44%
3,5x	133	135	137	139	141	143
4,0x	152	154	156	158	161	163
4,5x	171	173	176	178	181	183
5,0x	190	192	195	198	201	204

DCF, antaganden och resultat

DCF-värdering

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	391	Risikfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	242	Långsiktig tillväxt 2,0%
Företagsvärde (EV)	633	Risikpremium 5,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	52	Småbolagspremium 2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Extra riskpremium 2,0%
Eget kapital	580	WACC 12,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	135	Avskrivningar, % av omsättning 10,0%
Eget kapital per aktie	47	Capex, % av omsättning 5,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 2,0%
		Skattesats 10,0%
		Terminalvärde, % av EV 38,3%

Känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	10,0%	20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
11,0%	49	51	53	55	57	47	50	53	55	58	
11,5%	46	48	50	51	53	45	47	50	52	54	
12,0%	44	45	47	48	50	42	45	47	49	51	
12,5%	42	43	44	46	47	40	42	44	46	49	
13,0%	40	41	42	43	45	38	40	42	44	46	

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	52	66	90	122	146	170
Totala intäkter	52	66	90	122	146	170
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-1	-2
Bruttoresultat	52	66	89	121	145	169
Försäljningskostnader	-7	-11	-19	-25	-28	-32
Övriga rörelsekostnader	-34	-33	-36	-43	-48	-56
EBITDA	11	21	32	53	69	81
Jämförelsestörande poster	0	-1	-2	0	0	0
EBITDA, justerad	11	22	34	53	69	81
Avskrivningar	-12	-9	-16	-21	-21	-21
EBITA, justerad	-1	13	17	32	48	60
Amortering	-7	-4	-4	-5	-5	-5
EBIT	-9	8	11	27	44	55
EBIT, justerad	-9	9	13	27	44	55
Finansnetto	-9	-9	-7	-8	-8	-8
Resultat före skatt	-18	-1	5	19	35	47
Resultat före skatt, justerad	-18	0	6	19	35	47
Total skatt	0	1	-2	-2	-4	-5
Nettoresultat	-18	0	3	17	32	42
Nettoresultat, justerad	-18	0	4	17	32	42
Intäkstillväxt	-	27%	36%	36%	20%	16%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	22,1%	29,8%	32,3%
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,24	0,32
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	86%	33%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	8	11	27	44	55
Övriga kassaflödesposter	25	5	20	28	23	22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	17	12	32	55	66	77
Investeringar i anläggningstillgångar	15	-9	-48	-36	-30	-39
Kassaflöde från investeringsverksamhet	15	-9	-48	-36	-30	-39
Fritt kassaflöde	31	3	-16	19	36	38
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändring av skulder	-18	0	6	0	0	0
Övriga poster	-7	-7	-8	-8	-8	-8
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-24	-7	23	-8	-8	-8
Kassaflöde	7	-4	7	11	28	29
Nettoskuld	30	37	49	38	10	-19

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	75	71	66	61
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	76	85	104
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	66	62	147	157	161	175
Kundfordringar	16	18	23	31	38	44
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	15	26	54	83
Summa omsättningstillgångar	27	26	38	57	91	126
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	185	214	253	301
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	65	82	114	156
Summa eget kapital	4	12	65	82	114	156
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	48	48	48	48
Övriga långfristiga skulder	23	9	33	33	33	33
Summa långfristiga skulder	59	48	82	82	82	82
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	4	4	4	4
Leverantörsskulder	25	20	23	35	42	48
Kortfristiga leasingkulder	2	3	12	12	12	12
Summa kortfristiga skulder	31	27	38	50	57	64
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	185	214	253	301

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	27%	36%	36%	20%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	52%	56%	31%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	>100%	61%	26%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	86%	33%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	32,3%	35,7%	43,1%	47,3%	47,4%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	33,4%	37,4%	43,1%	47,3%	47,4%
EBIT-marginal	Neg.	11,9%	12,7%	22,1%	29,8%	32,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	22,1%	29,8%	32,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,5%	4,5%	13,7%	21,6%	24,6%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	4%	11%	23%	32%	31%
ROCE, justerad	Neg.	17%	14%	20%	27%	28%
ROIC, justerad	Neg.	21%	16%	23%	36%	42%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	26%	26%	26%	26%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	61%	66%	72%	75%	71%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	1%	-3%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	37	49	38	10	-19
Soliditet	4%	14%	35%	38%	45%	52%
Nettoskulsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,7x	0,5x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,5x	0,7x	0,1x	-0,2x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,20	0,00	0,02	0,13	0,24	0,32
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,24	0,32
FCF per aktie	0,35	0,03	-0,13	0,15	0,28	0,29
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,52	0,63	0,87	1,20
Antal aktier vid årets slut, m	90,6	98,4	126	130	130	130
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,6	98,4	126	128	130	130

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

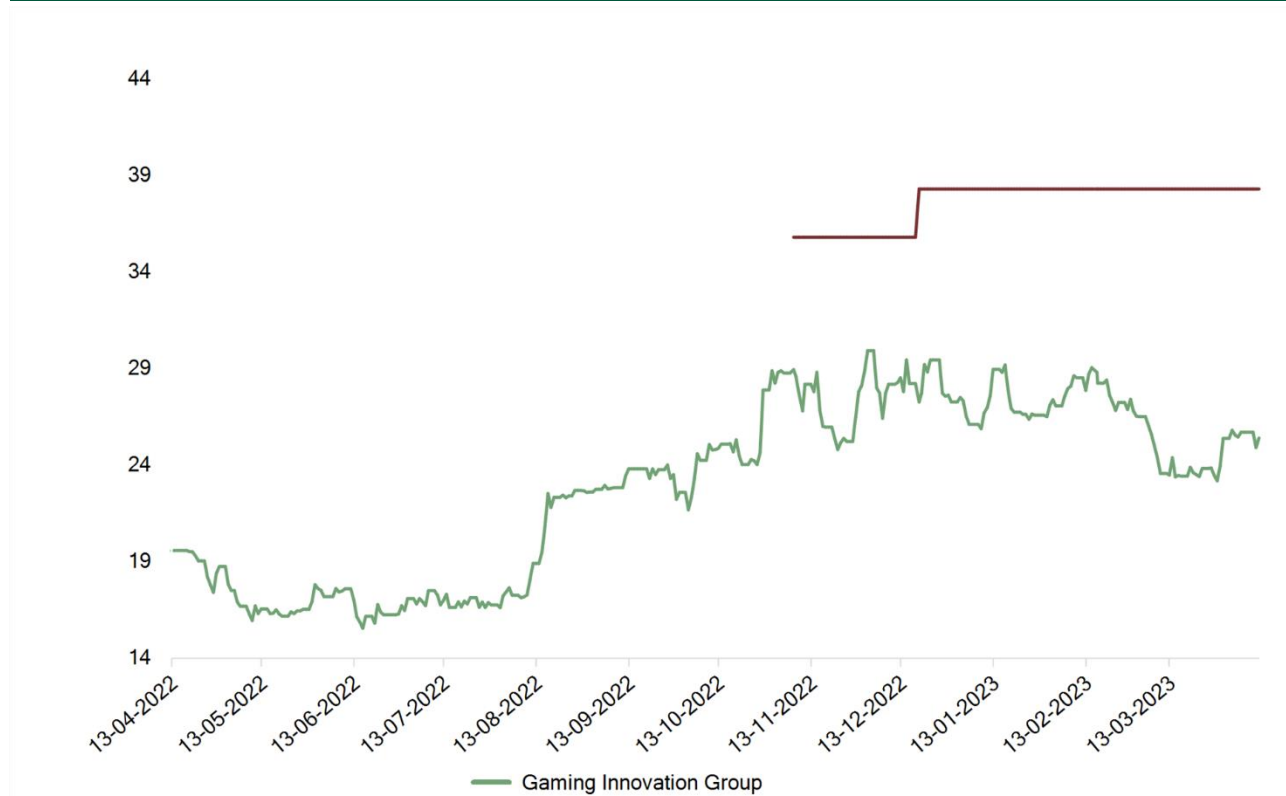
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	585,2x	76,7x	17,2x	9,2x	7,0x
P/EK	29,0x	15,0x	4,8x	3,6x	2,6x	1,9x
P/FCF	3,3x	56,1x	Neg.	15,2x	8,0x	7,8x
FCF-yield	30%	2%	Neg.	7%	12%	13%
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	2,6x	3,3x	4,0x	2,8x	2,4x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	9,7x	10,7x	6,6x	5,0x	4,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	25,1x	27,8x	12,8x	7,9x	6,3x
EV	135	216	361	345	345	345
Aktiekurs	1,2	1,8	2,5	2,3	2,3	2,3

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Gaming Innovation Group (GIGO 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