



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 26 april 2023

VO2 Cap Holding

Fortsätter exekvera på förvävsstrategi

Förvärv indikerar riktningen framåt

VO2 har meddelat förvärven av Locads och Madington. Locads är ett svenskt bolag med fokus på utomhusreklam, som ska bidra till expansion på den lokala utomhusmarknaden. Bolaget kommer därmed att kunna bistå VO2s dotterbolag Leads i den fortsatta expansionen på den lukrativa utomhusmarknaden. VO2 har även meddelat förvärvet av Madington, ett snabbväxande svenskt AdTech-bolag med en egenutvecklad teknik som möjliggör för kunderna att snabbt och kostnadseffektivt producera digitala annonser, exempelvis online video, banners eller DOOH. Vi bedömer att båda förvärven kan passera mycket väl in i VO2s portfölj och kan skapa synergier med flera andra portföljbolag.

Goda indikationer för marknadsutvecklingen med betoning på (D)OOH

Utöver den fortsatta förvävsresan har vi noterat ett antal intressanta datapunkter som relaterar till utvecklingen i den underliggande marknaden. Marknadsdata för mars från Sveriges Mediebyråer påvisar flera intressanta datapunkter, exempelvis stark utveckling inom utomhusmarknaden samt en sekventiell förbättring av tillväxten i Online Display-försäljningen i mars. Vi bedömer att branschdatan sammantaget indikerar att marknaden uppvisar lägre avmattning än vad många branschbedömare prognosticerat under inledningen av 2023, vilket är positivt.

Justerar estimat för att reflektera marknadsindikationer

Sammantaget anser vi att förvävsresan fortsätter och utgör ett viktigt komplement till den organiska tillväxten. Vi väljer att justera våra estimat för att reflektera förvärven, men vi justerar även estimaten för att reflektera en förväntan på en något starkare underliggande marknad än vi tidigare räknat med. Vi ser ett nytt motiverat värde om 8,50 – 9,00 kr per aktie (8,00 – 8,50 kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23	24	25		2022	2023	2024	2025	Motiverat värde	8.5 - 9.0 kr												
Totala intäkter	4,2%	2,9%	3,0%	Totala intäkter	468	592	652	712	Aktiekurs	7,1 kr												
EBITDA, just.	3,3%	3,8%	4,9%	Tillväxt	60%	27%	10%	9%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	7,0%	3,6%	6,2%	EBITDA, just.	28	41	53	81	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>													
Kommande händelser				EBIT, just.	-9	23	37	67														
				Q1 - rapport	05 maj 2023		EPS, just.	-0,3			0,3	0,5	1,0									
Q2 - rapport	28 juli 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	66%	92%															
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	4,0	4,5	5,1	6,1														
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Antal aktier	52m		EBIT-marginal	3,9%	3,9%	5,7%	9,4%															
Börsvärde	352		ROE, just.	Neg.	7,3%	10,7%	17,7%															
Nettoskuld	93		ROCE, just.	Neg.	8,4%	12,5%	20,6%															
EV	445		EV/Sales	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x															
Free float	24%		EV/EBITDA	14,1x	10,7x	8,3x	5,5x															
Daglig handelsvolym, snitt	10k		EV/EBIT	-	19,4x	12,1x	6,6x															
Bloomberg Ticker	VO2:SS		P/E, just.	-	21,9x	13,2x	6,9x															
Analytiker				P/EK	1,5x	1,5x	1,3x	1,1x	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
					Yes	No																
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Hjalmar Jernstrom			FCF yield	-	7%	13%	20%															
hjalmar.jernstrom@penser.se			Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,4x	0,1x	-0,8x															

Investment case

VO2 Cap Holding (VO2) är ett svenskt holdingbolag som investerar i bolag inom medie- och techindustrin. Bolagets strategi går ut på att förvärva och konsolidera europeiska medie- och tech-bolag med starka finansiella profiler, nischade segmentexponeringar och starka historiska utvecklingar. Genom konsolideringen tillför VO2 finansiell styrka, kompetens och synergier, vilket bidrar till att hjälpa portföljbolagen accelerera sin utveckling. Vi har noterat ett antal attraktiva aspekter som relaterar till bolag, värdering, strategi och finansiell ställning.

- Portföljbolagen har starka marknadspositioner, och ofta stark finansiell historik med organisk tillväxt som över lång tid överträffat marknadstillväxten. Bolagen har dessutom starka finansiella profiler med goda marginaler.
- Portföljbolagen har exponering mot flera branschomfattande globala trender, såsom den växande dominansen för digitala medieköp, den starka tillväxten för programmatiskt förmedlade annonsutrymmen, samt attraktiva tillväxtsegment som DOOH-annonsering.
- Portföljbolagen nyttjar lukrativa synergier från övriga bolag inom VO2-koncernen. Synergier omfattar exempelvis tillgång till marknadsledande tekniker och plattformar, marknadskompetens, kommersiell paketering eller förstärkta säljstyrkor.
- AdTech-industrin och mediemarknaden har historiskt präglats av snabba teknologiska och trendmässiga skiften, vilka har accelererat under pandemin när konsumenter kraftigt förändrat sin mediekonsumtion. Vi bedömer att mindre bolag inom AdTech och media kan agera snabbfotat för att kapitalisera på teknologiska skiften i branschen och beteendemässiga omställningar hos slutkonsumenten. Det gör att VO2 kan konkurrera inom en bransch där stora internationella aktörer har starka positioner.
- En mediemarknad i stark förändring innebär även att publicister efterfrågar strategisk rådgivning, samtidigt som det kan uppstå behov att skraddarsy utformningen av mediedistribution, exempelvis via en kombination av displayannonsering och mer nischade format såsom DOOH-annonsering. Detta gör att VO2 kan tillhandahålla ett erbjudande som gör att kunder inte behöver vända sig till flera olika aktörer för att genomdriva sin mediestrategi.
- Ledning och styrelse i VO2 samt respektive dotterbolag har enligt vår bedömning en mycket god erfarenhet av den komplicerade digitala värdekedjan inom media, och kombinerar en djup branschkunskap med god affärsmässig och teknisk kunskap. Detta skapar en attraktiv kombination som lägger grund för fortsatt tillväxt för VO2.

Bolagsbeskrivning

VO2 investerar i, äger och utvecklar bolag inom den nordiska medie- och techbranschen. Bolaget har en historik av stark tillväxt, drivet av organisk tillväxt i dotterbolagen, samt kontinuerliga förvärv av nya dotterbolag. Idag äger VO2 bolagen: Leeads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owilli och Zalster, där majoriteten är helägda. VO2 grundades 2021 och bolagets huvudkontor ligger i Stockholm. VD är Bodil Ericsson Torp, och Douglas Roos är styrelseordförande.

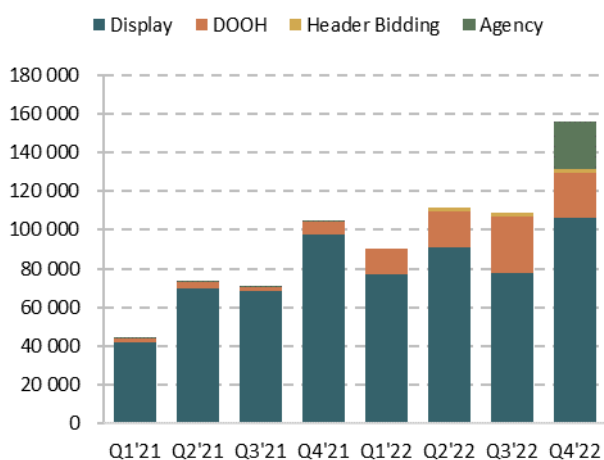
Värdering

Vi värderar VO2 med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 8,50 – 9,00 kr per aktie (8,00 – 8,50 kr).

Fortsätter exekvera på förvärvsstrategi

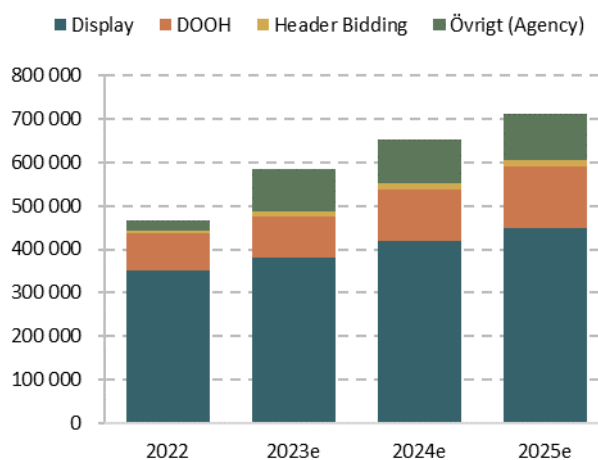
VO2 meddelar att man förvärfvar Madington, ett svenskt AdTech-bolag med en egenutvecklad teknik för produktion av digitala, rörliga annonser. Madingtons teknik möjliggör för kunderna att snabbt och kostnadseffektivt producera digitala annonser, exempelvis online video, banners eller DOOH. Omsättningen för Madington beräknas under 2023 uppgå till 11 mkr med positivt rörelseresultat. Madington har ett konkurrenskraftigt erbjudande med hög teknikhöjd där bolaget även är konkurrenskraftiga sett till prissättning. Vi ser goda möjligheter för Madington att nyttja stora synergier med VO2s nätverk, där Madington kan expandera med hjälp av bl.a. Borg Owilli, Leads och AdProfit. Förvärvsbeloppet uppgår till 20 mkr med tilläggsköpeskillingar för 2024–2026 om totalt högst ca 45 mkr. Vi ser positivt på att VO2 exekverar på sin förvärvsstrategi, och bedömer att inkluderingen i koncernen kan bidra till att accelerera Madingtons tillväxt. Nedan sammanfattas våra prognoser för försäljningsfördelningen under prognosperioden.

Diagram 1: Försäljning per segment 2021-2022



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: Försäljning per segment 2022-2025e

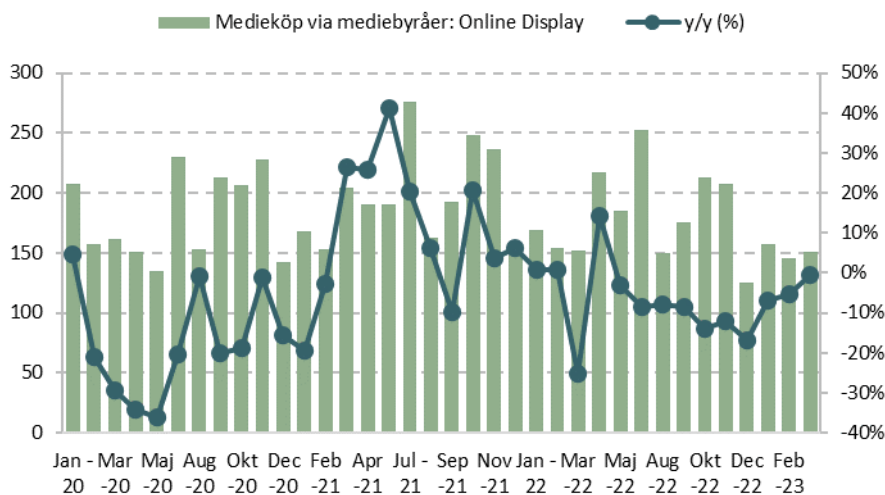


Källa: EPB

Positiva indikationer för marknadstillväxten

Marknadsdata från Sveriges Mediebyråer har enligt vår bedömning påvisat ett antal intressanta datapunkter för februari och mars. Den första är att försäljningen av Online Display y/y endast minskade med 0,5% för mars, vilket är en betydande sekventiell förbättring från -5% för februari. Vi har även noterat kommentarer från betydande publicister att inledningen på 2023 medfört lägre avmattning i annonsförsäljningen än väntat. Sammantaget bedömer vi att många branschorganisationers marknadsutsikter och prognoser för 2023 kan behöva revideras, om displayförsäljningen fortsätter redovisa endast en begränsad avmattning. Nedan sammanfattas utvecklingen för Online Display via Sveriges Mediebyråer.

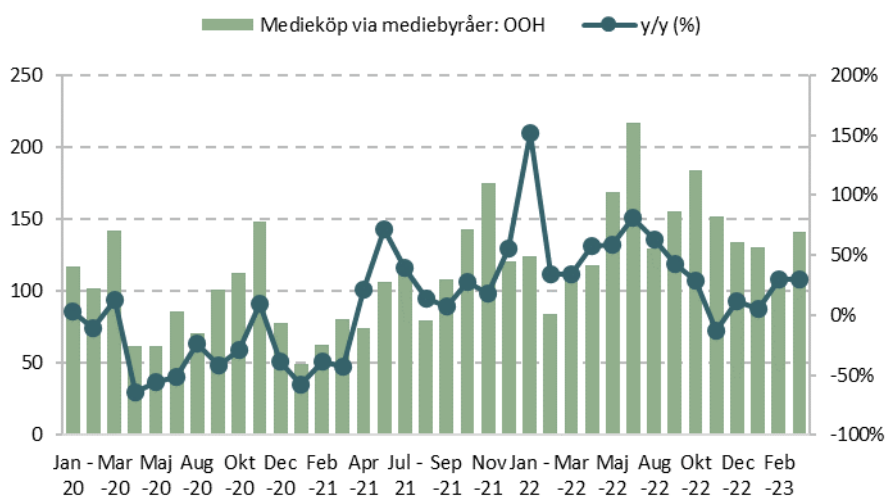
Diagram 3: Marknadsdata medieköp: Online Display



Källa: Sveriges Mediebyråer

En annan datapunkt är utomhusförsäljningen (OOH), som fortsätter redovisa stark tillväxt för januari, februari och mars om 50%, 30% respektive 30%. Detta är särskilt intressant då produktsegmentet mötte tuffa jämförelsetal efter att ha växt kraftigt även i början av 2022. Vi bedömer att marknadsdatan understryker vår tes att OOH (utomhusannonsering) är under kraftig tillväxt, och att VO2 och särskilt Leeads kan fortsätta att kapitalisera på marknaden under 2023 och framåt. Madington förstärker även VO2s totala erbjudande och möjlighet att kapitalisera på denna utveckling. Nedan sammanfattas marknadsutvecklingen för utomhusreklam.

Diagram 4: Marknadsdata medieköp: Online Display

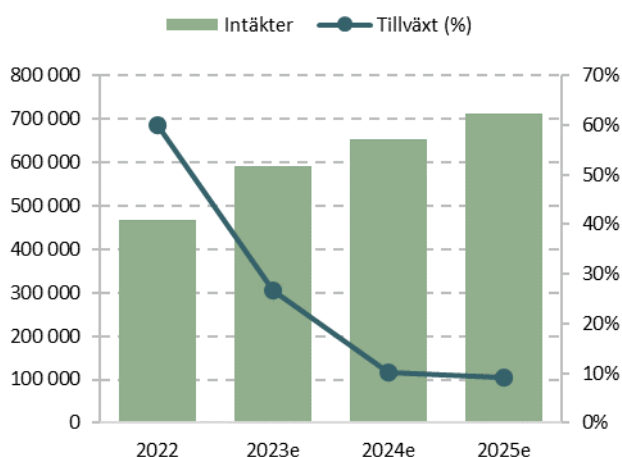


Källa: Sveriges Mediebyråer

Prognoser och värdering

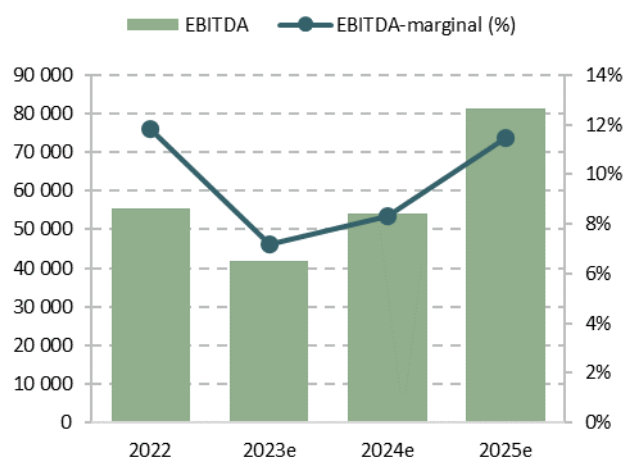
Vi adderar förvärven i våra prognoser för 2023 och framåt. Utöver det väljer vi att justera våra prognoser för tillväxten inom (D)OOH och Digital Display för att reflektera en stark marknadsutveckling under inledningen av året och särskilt under mars. Vi höjer sammantaget våra intäktsprognoser för 2023 med 4% och 3% för 2024. Nedan sammanfattas våra prognoser, som inte inkluderar förvärv utöver de som VO2 redan har annonserat. Centralt för VO2s måluppfyllnad är fortsatta förvärv, och konsolideringen i marknaden skapar goda förutsättningar för VO2 att fortsätta förvärvsresan.

Diagram 5: Intäkter 2022-2025e



Källa: EPB

Diagram 6: EBITDA 2022-2025e



Källa: EPB

Efter justeringarna väljer vi att justera vårt motiverade värde. Vi höjer våra EBITDA-estimat med 3-5%. Vi justerar vår värdering med nettoskuld som inkluderar räntebärande skulder (upplåning) samt leasingkulder och tilläggsköpeskillingar. Vi använder dock tilläggsköpeskillingen per utgången av Q4 som är det senaste redovisade totalbeloppet. Vi applicerar fortsatt EV/EBITDA om 9x för 2024e.

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering	
Multipel (EBITDA 2024e x)	9
EBITDA 2024e	56 209
Företagsvärde (EV)	528 365
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	17 202
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	75 774
Eget kapital	435 389
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481
Eget kapital per aktie	8

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Nettoskuldskomponenter	
Räntebärande skuld	33 758
Leasingskulder	23 899
Tilläggsköpesk. (långa)	75 774
Kassa och Bank	40 455
Nettoskuld	92 976

	Känslighetsanalys			
	Multipel (EBITDA 2024e x)			
	7	9	11	13
Motiverat värde (SEK)	6	8	10	12

Nedan sammanfattas vår DCF-värdering. Vi applicerar en diskonteringsränta om 12%. Diskonteringsräntan baseras på en riskfri ränta om 2,5%, samt en marknadsbaserad riskpremie om 5,5%. Utöver det har vi en justering baserad på marknadsvärde för bolaget om +6%. Vi väljer dock att justera ned den med 2%, baserat på starkt track-reckord och god lönsamhet i dotterbolagen.

Tabell 2: DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	325 248	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	236 457	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	561 705	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	17 202	Extra riskpremie	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	75 774	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
Eget kapital	468 729			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
Eget kapital per aktie	9				

Källa: EPB

Tabell 3: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
WACC	11,0%	9	10	10	11	11	11,0%	8	9	10	11	12	
	11,5%	9	9	9	10	10	11,5%	7	8	9	10	11	
	12,0%	8	8	9	9	10	12,0%	7	8	9	10	11	
	12,5%	8	8	8	9	9	12,5%	6	7	8	9	10	
	13,0%	7	7	8	8	8	13,0%	6	7	8	9	9	

Källa: EPB

Resultaträkning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	292	467	591	652	711
Övriga rörelseintäkter	0	1	1	1	1
Totala intäkter	292	468	592	652	712
Kostnad sålda varor	-235	-349	-425	-465	-499
Bruttoresultat	56	119	167	188	213
Försäljningskostnader	-35	-70	-96	-105	-100
Övriga rörelsekostnader	-26	7	-29	-29	-32
EBITDA	-5	55	41	53	81
Jämförelsestörande poster	12	-27	0	0	0
EBITDA, justerad	7	28	41	53	81
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
EBITA, justerad	7	27	41	53	81
Amortering	-6	-36	-18	-17	-14
EBIT	-10	18	23	37	67
EBIT, justerad	1	-9	23	37	67
Finansnetto	0	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-11	16	20	35	65
Resultat före skatt, justerad	1	-11	20	35	65
Total skatt	0	-3	-4	-8	-14
Nettoresultat	-11	13	16	27	51
Nettoresultat, justerad	1	-14	16	27	51
Intäkstillväxt	-	60%	27%	10%	9%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	28,2%	28,8%	30,0%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	3,9%	5,7%	9,4%
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,31	0,52	0,99
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	66%	92%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	-10	18	23	37	67
Övriga kassaflödesposter	13	0	12	6	-2
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	13	5	5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	2	31	47	48	70
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-22	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	1	-38	-23	-1	-1
Fritt kassaflöde	3	-7	24	47	69
Nyemission / återköp	0	21	13	0	0
Förändring av skulder	22	12	-3	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-5	-5	-5
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	18	26	4	-8	-8
Kassaflöde	21	19	29	39	61
Nettoskuld	34	93	56	6	-63

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023	2024	2025
TILLGÅNGAR					
Goodwill	114	202	224	224	224
Övriga immateriella tillgångar	59	130	123	117	111
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0
Andelar i intresseföretag	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	21	26	15	6	-2
Summa anläggningstillgångar	195	360	364	349	335
Kundfordringar	58	80	89	98	107
Övriga omsättningstillgångar	43	18	26	29	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	69	111	172
Summa omsättningstillgångar	122	139	184	238	310
SUMMA TILLGÅNGAR	318	498	548	587	645
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	152	205	234	263	314
Summa eget kapital	152	205	234	263	314
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	21	18	16
Långfristiga leasingskulder	13	13	9	6	2
Övriga långfristiga skulder	28	102	102	102	102
Summa långfristiga skulder	58	139	132	126	120
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9
Leverantörsskulder	51	59	77	85	92
Kortfristiga leasingskulder	6	11	10	8	7
Övriga kortfristiga skulder	45	75	86	95	103
Summa kortfristiga skulder	108	154	182	197	211
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	318	498	548	587	645

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024	2025
Intäkstillväxt	-	60%	27%	10%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	47%	29%	52%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	61%	82%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	66%	92%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	28,2%	28,8%	30,0%
EBITDA-marginal	Neg.	11,8%	7,0%	8,2%	11,5%
EBITDA-marginal, justerad	2,3%	6,0%	7,0%	8,2%	11,5%
EBIT-marginal	Neg.	3,9%	3,9%	5,7%	9,4%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	3,9%	5,7%	9,4%
Vinst-marginal, justerad	0,3%	Neg.	2,7%	4,1%	7,2%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023	2024	2025
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	11%	18%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	8%	13%	21%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	8%	13%	26%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024	2025
Kundfordringar / totala intäkter	20%	17%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	18%	18%	19%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	37%	33%	33%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-8%	-8%	-8%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,8x	2,1x	2,1x	2,0x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoskuld	34	93	56	6	-63
Soliditet	48%	41%	43%	45%	49%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,2x	0,0x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-7,2x	1,7x	1,4x	0,1x	-0,8x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	-0,22	0,26	0,31	0,52	0,99
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,31	0,52	0,99
FCF per aktie	0,05	-0,14	0,47	0,92	1,34
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,54	5,11	6,10
Antal aktier vid årets slut, m	49,2	51,4	51,5	51,5	51,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,2	51,4	51,5	51,5	51,5

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

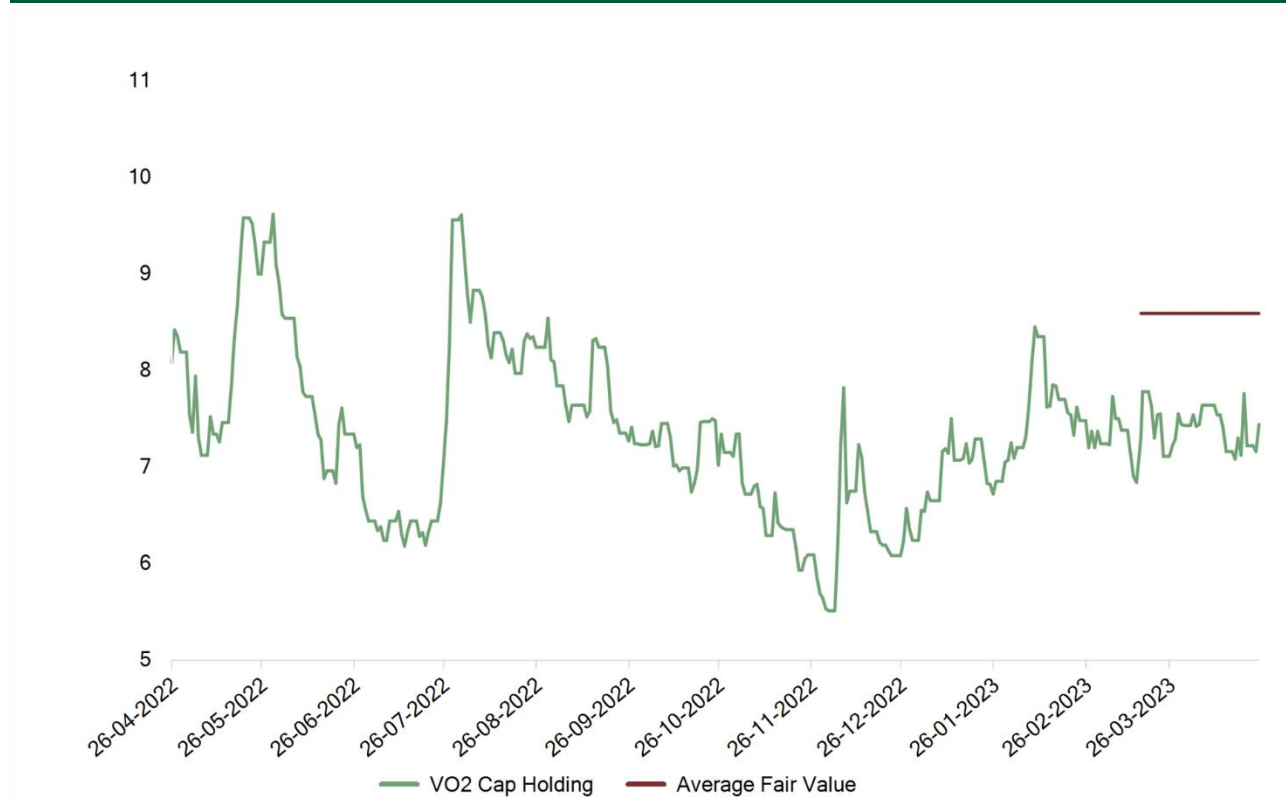
Värdering

	2021	2022	2023	2024	2025
P/E, justerad	801,6x	Neg.	21,9x	13,2x	6,9x
P/EK	5,1x	1,5x	1,5x	1,3x	1,1x
P/FCF	292,0x	Neg.	14,4x	7,4x	5,1x
FCF-yield	0%	Neg.	7%	13%	20%
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	2,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	118,5x	14,1x	10,7x	8,3x	5,5x
EV/EBIT, justerad	668,4x	Neg.	19,4x	12,1x	6,6x
EV	809	397	445	445	445
Aktiekurs	15,7	5,9	6,8	6,8	6,8

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

VO2 Cap Holding (VO2:SS)



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