



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 05 maj 2023

Gaming Innovation Group

Platform & Sportbook imponerar i en stark rapport

Rapport visar att bolaget rör sig mot våra estimat för 2023

Omsättningen i Q1 (EUR 28,4m) var i linje med våra förväntningar för att uppnå våra 2023 estimat. Tillväxten uppgick till 49% y/y, varav 19% var organisk. EBITDA i Q1 uppgick till 11,7m, vilket indikerar att lönsamheten är något starkare än vad som krävs för att nå våra estimat för helåret 2023. Marginalen uppgick till 41,1%. EBIT uppgick till EUR 5,6m, vilket motsvarar en marginal om 19,7% och motsvarar en tillväxt om 94% y/y. Den operationella turnaround vi tidigare har förväntat oss har således börjat och fortskrider. Intäkterna i april ökade med 30% y/y, vilket motsvarar förväntningarna för våra helårsestimat.

Exponering emot starka makrotrender och möjlighet till uppdelning

GIG är exponerat mot två starka makrotrender, 1) ett skifte från landbaserat casino till online 2) ökad reglering ger ett incitament för operatörer att investera i 3e-parts plattformar då ett fragmenterat regulatoriskt landskap gör det svårare för operatörer att operera på flertalet geografiska marknader. I samband med bolagets Q4 rapport meddelade bolaget att man utvärderar en uppdelning av bolaget, vilket vi bedömer kan skapa aktieägarvärde.

En stark pipeline gör att vi höjer våra estimat

Baserat på att segmentet Platform & Sportbook har en pipeline om 21 nya kunder och intäkterna per kund fortsätter att stiga höjer vi våra försäljningsestimat med i snitt 1,5% för 2024-2025. För innevarande år lämnar vi våra estimat i princip oförändrade. Vi justerar även upp våra EBITDA-estimat med i snitt 2,2% under perioden 2024-2025. Vi höjer även vårt motiverade värde till 40-41 kr för att reflektera att bolagets planer för en uppdelning fortskrider enligt plan och med anledning av estimathöjningarna. Sammanfattningsvis ser vi GIG som ett av de mest intressanta bolagen i sektorn just nu givet de starka nyckeltalen och de kurstriggers vi ser i närtid.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	40 - 41 kr	
Totala intäkter	-2,6%	1,6%	1,5%	90	119	149	173	Aktiekurs	27,3 kr	
EBITDA, just.	1,0%	2,5%	1,9%	Tillväxt	36%	32%	25%	16%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	2,1%	2,7%	1,6%	EBITDA, just.	34	53	71	82		
				EBIT, just.	13	28	45	57		
				EPS, just.	0,0	0,1	0,3	0,3		
				EPS-tillväxt, just.	>100%	>100%	88%	31%		
				EK/aktie	0,5	0,7	1,0	1,3		
				EBIT-marginal	12,7%	23,4%	30,5%	32,8%		
				ROE, just.	10,5%	21,5%	29,5%	28,9%		
				ROCE, just.	13,9%	18,4%	23,3%	24,4%		
				EV/Sales	4,0x	3,0x	2,4x	2,1x		
				EV/EBITDA	10,7x	6,8x	5,1x	4,4x		
				EV/EBIT	27,8x	12,7x	8,0x	6,4x		
				P/E, just.	76,7x	18,0x	9,6x	7,3x		
				P/EK	4,8x	3,3x	2,5x	1,8x		
				FCF yield	-	7%	12%	13%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,9x	0,3x	-0,1x		

Kommande händelser	
Q2 - rapport	16 augusti 2023

Bolagsfakta (m€)	
Antal aktier	130m
Börsvärde	312
Nettoskuld	49
EV	361
Free float	83%
Daglig handelsvolym, snitt	46k
Bloomberg Ticker	GIGO SS EQUITY

Analytiker	
Rikard Engberg	
rikard.engberg@penser.se	

Kursutveckling 12 mån	

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

Investment case

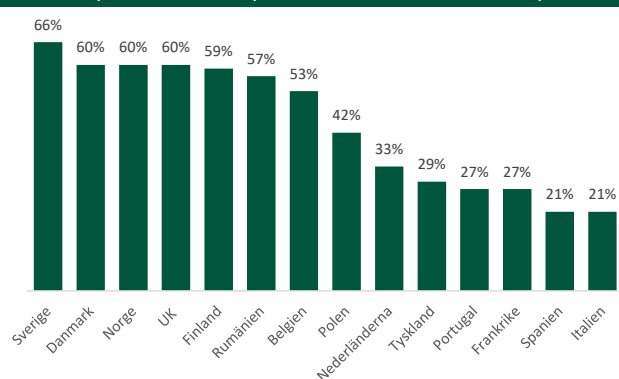
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och väntas växa 11-15% kommande år. Den främsta drivkraften är att nya marknader regleras och ett ändrat beteendemönster där spelandet skiftar från offline till online. GIG har två affärsområden som gynnas av denna trend, GIG Media och GIG Platform Services. GIG Media tillhandahåller affilieratjänster, 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 licenserad 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 BNPn, varav spel online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för iGaming-industrin:

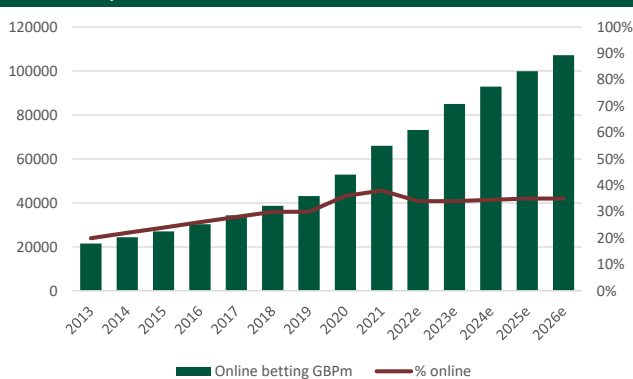
- **Avreglering av stora marknader:** Samtidigt som USA har börjat öppna upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att exempelvis Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem. 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 fått en större acceptans efter pandemin. 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 40-41 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

Media Services

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 18,4m, vilket motsvarar en tillväxt om 31% y/y, varav 8% var organisk. Omsättningen ifrån Publishing Revenue uppgick till EUR 12,7m och omsättningen ifrån Paid Revenue uppgick till EUR 5,7m. Antalet First Time Depositors (FTD) inom publishing uppgick till 43 300, vilket motsvarar en ökning om 58%. Inom Paid uppgick antalet FTDs till 67,5 vilket är en ökning med 58% y/y. 95% av FTDs var på s.k. rev-share avtal vilket gör att vi bedömer att tillväxten kan vara fortsatt hög. AskGamblers bidrog med 7 250 FTDs och intäkterna från tillgången har vuxit med 25% m/m sedan GIG tog över. EBITDA från segmentet uppgick till 8,1m vilket motsvarar en marginal om 44%.

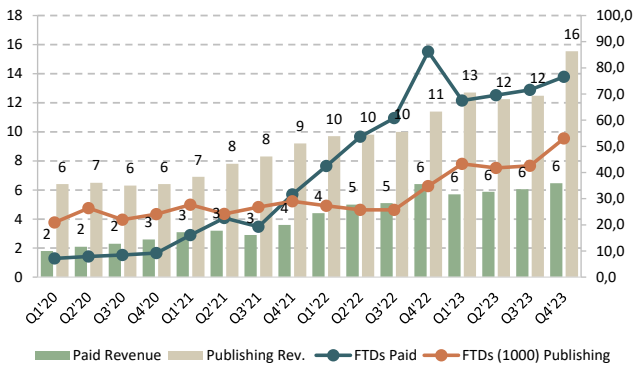
Sammanfattningsvis ett starkt kvartal från Media Services trots att tappet från fotbolls-VM var något större än vi räknat med. Vi bedömer att många tillväxtinitiativ som bolaget tagit, t.ex. bolagets satsning inom sociala medier, har börjat bära frukt. Intäkterna från detta initiativ växte med 60% q/q och 530% y/y. Dessa siffror är förvisso från låga nivåer. Vi bedömer att denna kanal kommer att fortsätta bidra med hög tillväxt. Vidare ser vi att bolagets mediasamarbete med News Corp har börjat generera en betydande intäkt under Q1 och nu har utvidgats till nya geografier där USA är den viktigaste.

Platform & Sportsbook

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 10m, vilket motsvarar en tillväxt om 100%, varav 52% var organisk. Intäkterna steg med ca 22% q/q. EBITDA uppgick till 3,5m vilket är en uppgång från EUR -0,2m i Q1'21. 91% av omsättningen är ifrån reglerade marknader eller marknader som är på väg att regleras. Bolaget hade 60 brands live vilket är i linje med Q4'22. 4 brands inväntar dock regulatoriskt godkännande. Att intäkten per brand har stigit väsentligt förklaras delvis med att bolagets första kund för erbjudandet, Enterprise Solution, har betalat en start up fee. Bolagets pipeline uppgick till 21 nya brands de kommande 15 månaderna. Av dessa kommer mer än 50% använda sig av GIGs sportbokslösning, vilket torde leda till att intäkten per brand kommer fortsätta stiga.

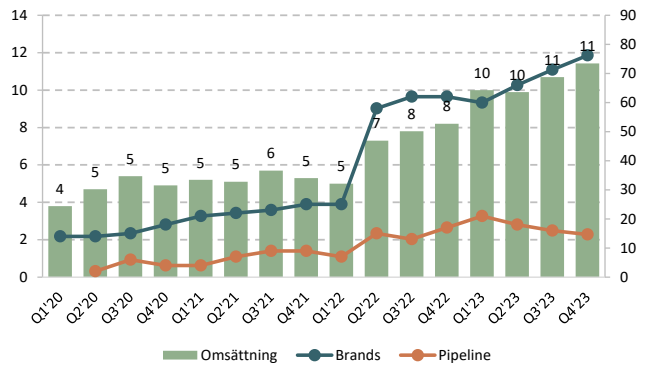
EBIT i Q1'22 uppgick till EUR 5,6m, vilket är en uppgång med 94% y/y. Nettoresultatet uppgick till EUR 3,6m, vilket kan ställas mot helåret 2022 års resultat om EUR 3m. Vi bedömer att bolaget nu har visat att man har genomfört en kraftig och imponerande turn around, vilket kommer generera stabil vinsttillväxt kommande år. Vidare visar båda segmenten att man är redo att stå på egna ben inför en uppdelning. Förberedelserna för uppdelningen fortlöper enligt plan.

Stark prestation från Media trots VM-förre året..



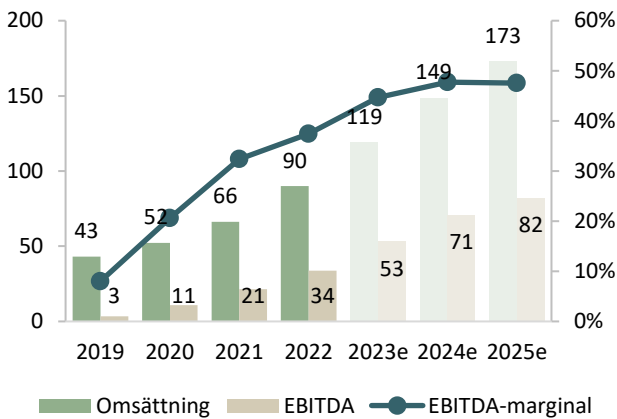
Källa: Bolaget, EPB

...men nytt rekord från Platform & Sportsbook...



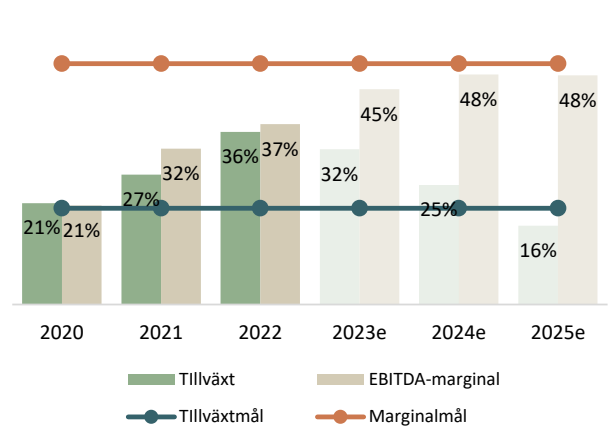
Källa: Bolaget, EPB

...gör oss bekväma i våra estimat...



Källa: EPB

...och att bolaget rör sig mot sina 2024-mål

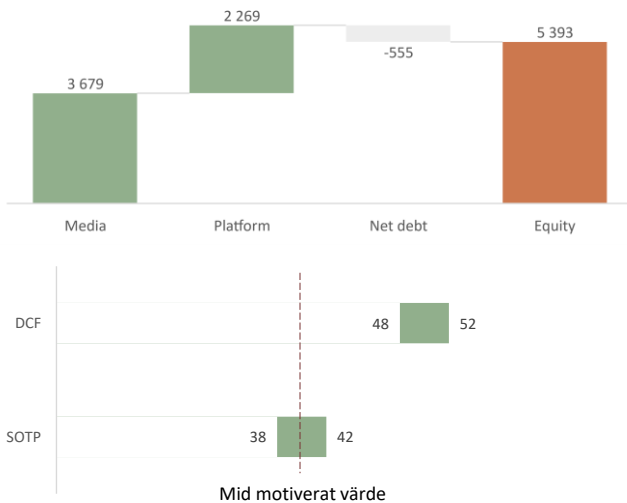


Källa: EPB

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 handlas till en rabatt om 20% mot Better Collective som handlas på EV/EBITDA 10,5 på 2023 års estimat. Platform and Sportbok värderar vi till EV/sales 4,75x, vilket är högre än Kambi som värderas till 2,7x EV/Sales 2024, men lägre än Evolution som värderas till 14x. Vi bedömer att segmentet i dagsläget har ett bättre momentum än Kambi.

SOTP värdering mkr, kr



Källa: EPB

Känslighetstabell EV (EUR m)

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

	40%	42%	40%	44%	46%	48%
9,5x	293	308	293	322	337	351
10,0x	308	324	308	339	355	370
10,5x	324	340	324	356	372	388
11,0x	339	356	339	373	390	407

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

	44%	46%	48%	50%	52%	54%
4,0x	163	165	168	170	172	174
4,5x	183	186	188	191	194	196
4,8x	194	196	199	202	204	207
5,0x	204	207	209	212	215	218

Källa: EPB

De starka kassaflödena ger upphov till ett högt DCF-värde

DCF-värdering			Känslighetsanalys									
Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde	Känslighetsanalys									
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt	Långsiktig tillväxt									
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal	Långsiktig EBIT-marginal									
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning	WACC									
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra riskpremium	Capex, % av omsättning	WACC									
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Rörelsekapital, % av omsättning	WACC									
Eget kapital		Skattesats	WACC									
Antal utstående aktier, full utspädning		Terminalvärde, % av EV	WACC									
Eget kapital per aktie			WACC									

Källa: EPB

Fortsatt skepsis i marknaden till bolaget prestation

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	2 144	3 097	2,64x	2,51x	2,32x	5,8x	5,8x	5,3x	7,7x	8,3x	7,2x	nm	7,3x	8,0x
Better Collective	11 831	13 698	4,78x	3,85x	3,37x	15,1x	12,0x	9,5x	18,3x	14,6x	10,9x	22,8x	18,6x	13,5x
Raketech Group Holding	772	892	1,75x	1,28x	1,16x	4,5x	3,6x	2,9x	7,2x	5,5x	4,4x	8,7x	6,5x	4,8x
Kambi Group	6 134	5 503	2,93x	2,52x	2,34x	8,0x	7,2x	6,7x	15,6x	15,8x	15,7x	nm	21,3x	19,4x
Gaming Innovation Group	3 267	3 931	3,76x	2,69x	2,34x	12,4x	6,1x	4,9x	33,4x	11,4x	7,8x	101,1x	14,7x	8,4x
Mean			2,94x	2,40x	2,17x	8,9x	6,9x	6,0x	15,5x	11,3x	9,8x	33,9x	14,2x	11,8x
Median			2,93x	2,52x	2,34x	8,0x	6,3x	5,8x	15,6x	11,4x	7,8x	22,8x	14,7x	9,3x
VS GIG			28%	7%	0%	54%	-3%	-16%	114%	0%	0%	344%	0%	-9%

Källa: Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	52	66	90	119	149	173
Totala intäkter	52	66	90	119	149	173
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-1	-2
Bruttoresultat	52	66	89	118	147	171
Försäljningskostnader	-7	-11	-19	-22	-28	-33
Övriga rörelsekostnader	-34	-33	-36	-43	-48	-56
EBITDA	11	21	32	53	71	82
Jämförelsestörande poster	0	-1	-2	-1	0	0
EBITDA, justerad	11	22	34	53	71	82
Avskrivningar	-12	-9	-16	-20	-21	-21
EBITA, justerad	-1	13	17	33	50	61
Amortering	-7	-4	-4	-5	-5	-5
EBIT	-9	8	11	28	45	57
EBIT, justerad	-9	9	13	28	45	57
Finansnetto	-9	-9	-7	-9	-9	-9
Resultat före skatt	-18	-1	5	19	36	47
Resultat före skatt, justerad	-18	0	6	19	36	47
Total skatt	0	1	-2	-2	-4	-5
Nettoresultat	-18	0	3	17	33	43
Nettoresultat, justerad	-18	0	4	17	33	43
Intäkstillväxt	-	27%	36%	32%	25%	16%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	23,8%	30,5%	32,8%
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,25	0,33
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	88%	31%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	8	11	28	45	57
Övriga kassaflödesposter	25	5	20	31	23	21
Kassaflöde från den operationella verksamheten	17	12	32	59	68	78
Investeringar i anläggningstillgångar	15	-9	-48	-36	-30	-39
Kassaflöde från investeringsverksamhet	15	-9	-48	-36	-30	-39
Fritt kassaflöde	31	3	-16	23	38	39
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändring av skulder	-18	0	6	0	0	0
Övriga poster	-7	-7	-8	-6	-9	-9
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-24	-7	23	-6	-9	-9
Kassaflöde	7	-4	7	16	29	30
Nettoskuld	30	37	49	48	19	-11

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	75	88	83	79
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	84	94	112
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	66	62	147	182	186	200
Kundfordringar	16	18	23	30	36	42
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	15	37	66	95
Summa omsättningstillgångar	27	26	38	67	102	138
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	185	249	288	337
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	65	94	126	169
Summa eget kapital	4	12	65	94	126	169
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	48	60	60	60
Övriga långfristiga skulder	23	9	33	37	37	37
Summa långfristiga skulder	59	48	82	96	96	96
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	4	0	0	0
Leverantörsskulder	25	20	23	33	40	47
Kortfristiga leasingkulder	2	3	12	25	25	25
Summa kortfristiga skulder	31	27	38	59	66	72
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	185	249	288	337

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	27%	36%	32%	25%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	52%	58%	33%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	>100%	60%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	88%	31%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	32,3%	35,7%	44,3%	47,7%	47,6%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	33,4%	37,4%	44,7%	47,7%	47,6%
EBIT-marginal	Neg.	11,9%	12,7%	23,4%	30,5%	32,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	23,8%	30,5%	32,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,5%	4,5%	14,4%	21,9%	24,7%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	4%	11%	21%	30%	29%
ROCE, justerad	Neg.	17%	14%	18%	23%	24%
ROIC, justerad	Neg.	21%	16%	22%	32%	37%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	26%	25%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	61%	66%	88%	84%	79%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	1%	-3%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	37	49	48	19	-11
Soliditet	4%	14%	35%	38%	44%	50%
Nettoskulsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,7x	0,5x	0,2x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,5x	0,9x	0,3x	-0,1x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,20	0,00	0,02	0,13	0,25	0,33
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,25	0,33
FCF per aktie	0,35	0,03	-0,13	0,18	0,29	0,30
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,52	0,72	0,97	1,30
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

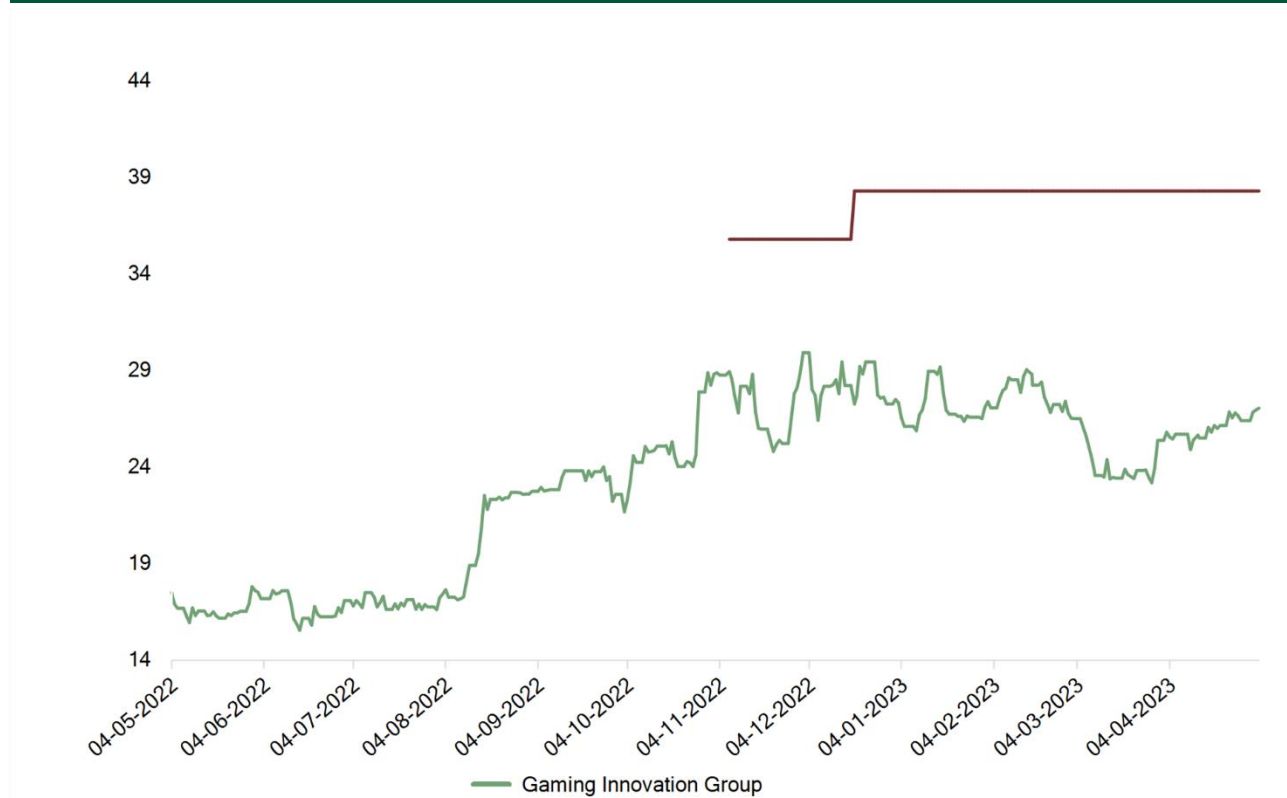
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	585,2x	76,7x	18,0x	9,6x	7,3x
P/EK	29,0x	15,0x	4,8x	3,3x	2,5x	1,8x
P/FCF	3,3x	56,1x	Neg.	13,5x	8,2x	8,0x
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	3,0x	2,4x	2,1x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	9,7x	10,7x	6,8x	5,1x	4,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	25,1x	27,8x	12,7x	8,0x	6,4x
EV	135	216	361	361	361	361
Aktiekurs	1,2	1,8	2,5	2,4	2,4	2,4

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