



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 09 maj 2023

VO2 Cap Holding

Odramatiskt Q1 med stärkt EBITDA

Odramatiskt Q1 med organisk tillväxt i de flesta dotterbolag

VO2 redovisar ett kvartal där inget var tydligt utstickande i relation till våra förväntningar. Samtliga dotterbolag, exklusive Netric Sales, redovisade positiv organisk tillväxt i Q1 och den organiska tillväxten, exklusive Netric Sales, var 14,9%. En annan stark aspekt var Display-intäkterna, exklusive Netric, som växte 9% y/y i Q1. Totala intäkter minskade dock y/y, där den enskilt största var Netrics Sales ändrade intäktsredovisning. Avvikelsen kommer av att Netric numera bara intäktsredovisar sin provision, istället för den tidigare metoden då bolaget redovisade hela annonsintäkter där delen till publicisten redovisades som kostnad för sålda varor. Agency-intäkterna i Q1 var 21,6 mkr, (D)OOH-intäkterna var 17,4 mkr (13,5 mkr) och AdTech-intäkterna var 2,6 mkr. (D)OOH-intäkterna växte därmed starkt i enlighet med de indikationer som branschdata pekat på under Q1.

Stärker EBITDA y/y

Den främsta drivaren av intäktsändringen y/y är därmed ändrade redovisningsprinciper. EBITDA stärks och EBITDA-marginalen uppgick till 7,5% i Q1, nära bolagets finansiella mål om 8%. Kapitalbindningen ökar något i Q1, men vi bedömer att vi kommer se mer normala nivåer under Q2. Som tidigare meddelat förvärvade VO2 efter kvartalets utgång Locads och Madington och fortskrider därmed på den förvärvsresa vi belyste i vår initieringsanalys från mars.

Justeringar

Vi justerar intäktsestimaten för att primärt reflektera den nya intäktsredovisningen för Netric. Intäktsredovisningen medför dock avsevärt högre bruttomarginaler för koncernen. Även om vi fortsatt räknar med viss friktion i övergången mellan Magnite och Index Exchange för Netric, så ser vi att det nya samarbetsavtalet ger Netric en stark position i Norden. Vi ser ett oförändrat motiverat värde om 8,50 – 9,00 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk		
	23	24	25		2022	2023	2024	2025	Motiverat värde	8.5 - 9.0 kr	
Totala intäkter	n/m	n/m	n/m	Totala intäkter	468	409	454	497	Aktiekurs	7,3 kr	
EBITDA, just.	4,6%	2,3%	0,2%	Tillväxt	60%	-13%	11%	9%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	-7,2%	5,4%	0,3%	EBITDA, just.	28	43	55	82	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	-9	24	38	67			
Q2 - rapport	28 juli 2023			EPS, just.	-0,3	0,3	0,5	1,0	Intressekonflikter		
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	89%	82%			
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	4,0	4,5	5,1	6,1			
Antal aktier	52m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	376			EBIT-marginal	3,9%	5,9%	8,4%	13,5%			
Nettoskuld	112			ROE, just.	Neg.	6,8%	11,4%	17,9%			
EV	488			ROCE, just.	Neg.	8,9%	13,0%	20,8%			
Free float	24%			EV/Sales	0,8x	1,2x	1,1x	1,0x			
Daglig handelsvolym, snitt	12k			EV/EBITDA	14,1x	11,3x	8,9x	6,0x			
Bloomberg Ticker	VO2 SS EQUITY			EV/EBIT	-	20,3x	12,8x	7,3x			
Analytiker				P/E, just.	-	25,2x	13,4x	7,3x			
Hjalmar Jernstrom				P/EK	1,5x	1,6x	1,4x	1,2x			
hjalmar.jernstrom@penser.se				FCF yield	-	2%	13%	18%			
				Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,7x	0,4x	-0,5x			
									Likviditetsgarant	Yes	No
									Certified adviser	Yes	No
									Transaktioner 12m	Yes	No

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 skräddarsy 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, Zalster, Locads och Madington, 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 (oförändrat).

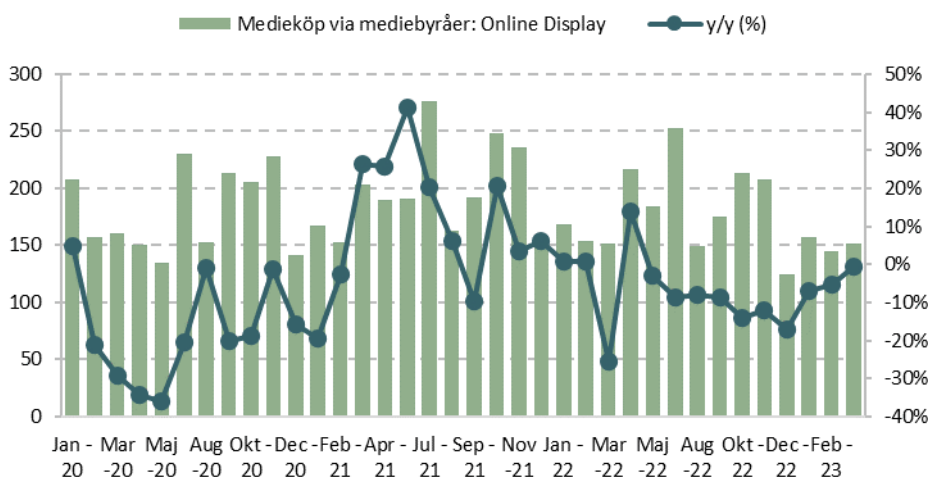
Kvartalet i detalj

Intäkterna för Q1 var 80 mkr (90 mkr) motsvarande en minskning med 12% y/y, där den primära drivaren var ändringen i intäktsredovisning för Netric Sales. I övrigt noterar vi att utomhusannonser växer med starka 28% y/y, vilket var underbyggt av den starka branschdata vi såg för (D)OOH från Sveriges Mediebyråer. Vi bedömer att trenden kommer att fortsätta både för marknaden och för Leads. Display exklusive Netric sales växte med 9%, vilket enligt vår bedömning är attraktiva siffror. Avslutningsvis underbyggde försäljningen av AdTech och Agency våra helårsprognoser för respektive segment. Bruttomarginalen stärks både sekventiellt och y/y och drivs av Netric Sales ändrade intäktsredovisning. EBITDA stärks y/y från 4 mkr till 5,9 mkr.

Förvärv

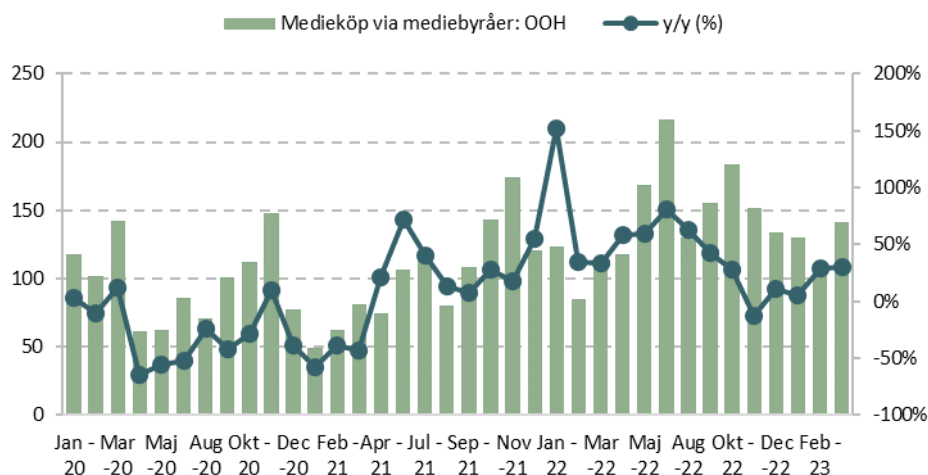
VO2 meddelar efter kvartalets utgång att man förvärvar Madington, ett svenskt AdTech-bolag med en egenutvecklad teknik för produktion av digitala, rörliga annonser. Madingtons teknik möjliggör för kunderna att snabbt och kostnadseffektivt producera digitala annonser, exempelvis online video, banners 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 tilläggsköpeskillningar för 2024–2026 om totalt högst ca 45 mkr.

Diagram 1: Marknadsdata medieköp: Online Display



Källa: Sveriges mediebyråer

Diagram 2: Marknadsdata medieköp: Utomhusannonsering

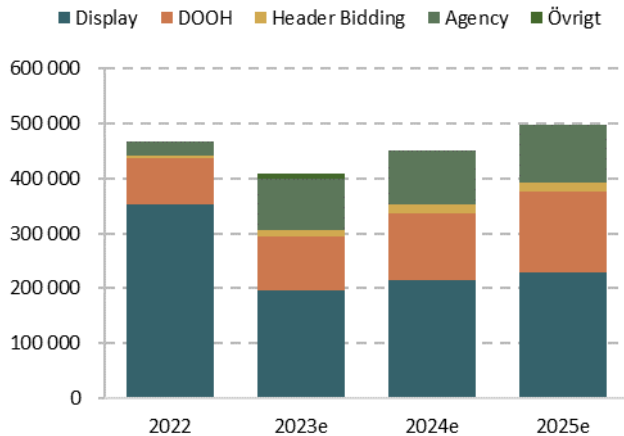


Källa: Sveriges mediebyråer

Estimatändringar

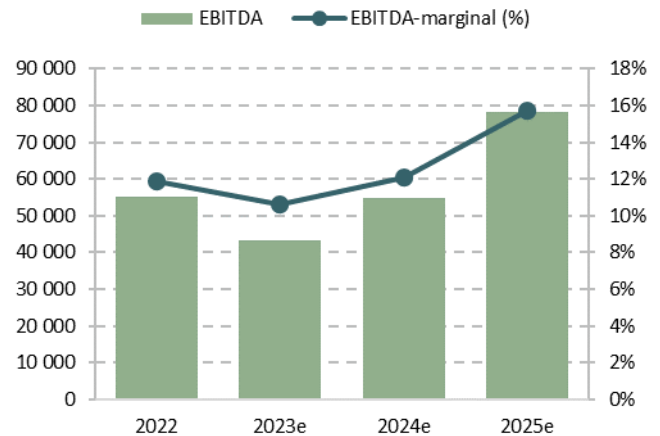
Den största justeringen av intäktsprognoser följer av Netrics metod för intäktsredovisning som introducerades i Q1, i enlighet med tidigare kommunikation från VO2. Vi noterar stark utveckling inom Display (för jämförbara enheter, dvs exkl Netric) med ca 9% tillväxt y/y, samtidigt som (D)OOH växer starkt och kapitaliseras på den starka underliggande marknaden i Sverige för utomhusmarknaden. Agency-försäljningen var på nivåer som underbygger våra helårsestimat. Nedan sammanfattas våra justeringar för helåret, där Netrics nya beräkning av intäkterna primärt reflekteras i omsättningen. Bruttomarginalen stärks påtagligt i våra prognoser drivet av Netrics nya intäktsredovisning. Prognoserna för EBITDA, EBIT och EPS i absoluta tal påverkas inte i samma utsträckning.

Diagram 3: Intäktsfördelning



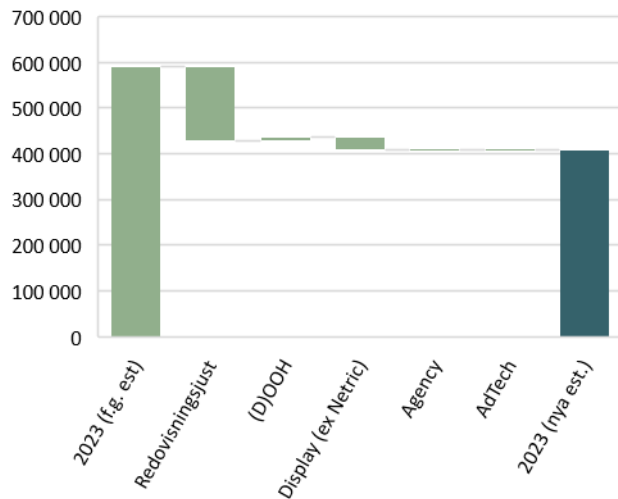
Källa: EPB

Diagram 4: EBITDA och marginal (%)



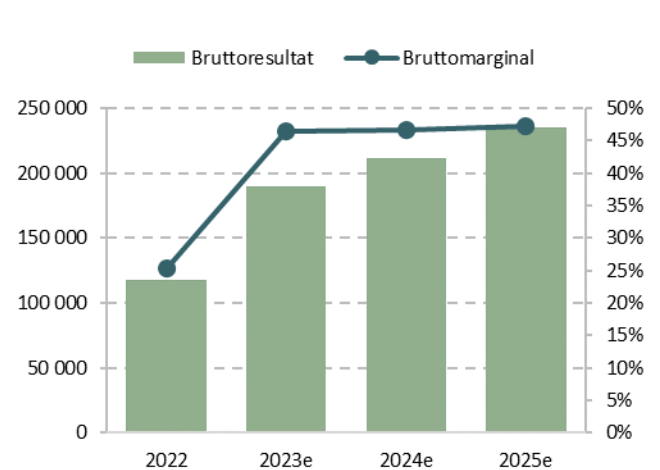
Källa: EPB

Diagram 5: Intäktsbrygga



Källa: EPB

Diagram 6: Bruttoresultat och marginal



Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi värderar VO2 med en multipel för 2024e och 9x EBITDA. I övrigt justerar vi värderingen för nettoskuld som inkluderar räntebärande upplåning, leasingskulder samt diskonterade värdet av tilläggsköpeskillingar. Vi ser ett oförändrat motiverat värde om 8,50 – 9,0 kr per aktie, där multipelansatsen indikerar ett värde om 8 kr per aktie och DCF-modellen indikerar ett värde om 9 kr per aktie.

Tabell 1: Multipelbaserad ansats

Värdering		Nettoskuldskomponenter	Känslighetsanalys			
			Multipel (EBITDA 2024e x)			
Multipel (EBITDA 2024e x)	9	Räntebärande skuld	31 308			
EBITDA 2024e	54 666	Leasingskulder	19 986			
Företagsvärde (EV)	513 859	Tilläggsköpesk.	84 330			
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	27 616	Kassa och Bank	23 678			
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	84 330	Nettoskuld	111 946			
Eget kapital	401 913					
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481					
Eget kapital per aktie	8					

Motiverat värde (SEK)	Multipel (EBITDA 2024e x)			
	7	9	11	13
5				
8				
10				
12				

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Nedan sammanfattas vår DCF-modell samt känslighetsanalys. Efter rapporten väljer vi att justera vår långsiktiga EBIT-marginal till 10%, mot bakgrund av att Netric Sales nya intäcksredovisning medför avsevärt starkare bruttomarginal. De lägre intäkterna, men högre marginalerna, gör att vi ser ett oförändrat värde från DCF-modellen om 9 kr per aktie.

Tabell 2: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	346 502	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	265 701	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	612 202	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	27 616	Extra riskpremium	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	84 330	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
Eget kapital	500 256			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
Eget kapital per aktie	9				

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Tabell 3: Känslighetsanalys

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

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Resultaträkning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	292	467	408	453	497
Övriga rörelseintäkter	0	1	1	1	1
Totala intäkter	292	468	409	454	497
Kostnad sålda varor	-235	-349	-219	-242	-257
Bruttoresultat	56	119	190	212	240
Försäljningskostnader	-35	-70	-119	-127	-134
Övriga rörelsekostnader	-26	7	-28	-31	-25
EBITDA	-5	55	43	55	82
Jämförelsestörande poster	12	-27	0	0	0
EBITDA, justerad	7	28	43	55	82
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
EBITA, justerad	7	27	43	55	81
Amortering	-6	-36	-19	-16	-14
EBIT	-10	18	24	38	67
EBIT, justerad	1	-9	24	38	67
Finansnetto	0	-2	-4	-2	-2
Resultat före skatt	-11	16	20	36	65
Resultat före skatt, justerad	1	-11	20	36	65
Total skatt	0	-3	-5	-8	-14
Nettoresultat	-11	13	15	28	51
Nettoresultat, justerad	1	-14	15	28	51
Intäktstillväxt	-	60%	-13%	11%	9%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	46,5%	46,8%	48,3%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	5,9%	8,4%	13,5%
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,29	0,55	1,00
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	89%	82%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	-10	18	24	38	67
Övriga kassaflödesposter	13	0	10	7	-2
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-2	4	4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	2	31	32	48	69
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	9	47	68
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	13	39	60
Nettoskuld	34	93	71	24	-44

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023	2024	2025
TILLGÅNGAR					
Goodwill	114	202	224	224	224
Övriga immateriella tillgångar	59	130	123	116	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	348	335
Kundfordringar	58	80	61	68	74
Övriga omsättningstillgångar	43	18	18	20	22
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	54	93	153
Summa omsättningstillgångar	122	139	133	181	249
SUMMA TILLGÅNGAR	318	498	497	529	584
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	152	205	233	261	312
Summa eget kapital	152	205	233	261	312
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	53	59	65
Kortfristiga leasingskulder	6	11	10	8	7
Övriga kortfristiga skulder	45	75	59	66	72
Summa kortfristiga skulder	108	154	132	142	152
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	318	498	497	529	584

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024	2025
Intäkstillväxt	-	60%	-13%	11%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	53%	26%	49%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	59%	76%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	89%	82%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	46,5%	46,8%	48,3%
EBITDA-marginal	Neg.	11,8%	10,6%	12,1%	16,4%
EBITDA-marginal, justerad	2,3%	6,0%	10,6%	12,1%	16,4%
EBIT-marginal	Neg.	3,9%	5,9%	8,4%	13,5%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	5,9%	8,4%	13,5%
Vinst-marginal, justerad	0,3%	Neg.	3,7%	6,2%	10,3%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023	2024	2025
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	11%	18%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	9%	13%	21%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	8%	13%	24%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024	2025
Kundfordringar / totala intäkter	20%	17%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	24%	24%	25%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	37%	36%	36%	37%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-8%	-8%	-8%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,8x	1,4x	1,5x	1,4x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoskuld	34	93	71	24	-44
Soliditet	48%	41%	47%	49%	53%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,3x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-7,2x	1,7x	1,7x	0,4x	-0,5x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	-0,22	0,26	0,29	0,55	1,00
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,29	0,55	1,00
FCF per aktie	0,05	-0,14	0,18	0,92	1,32
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,52	5,06	6,06
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

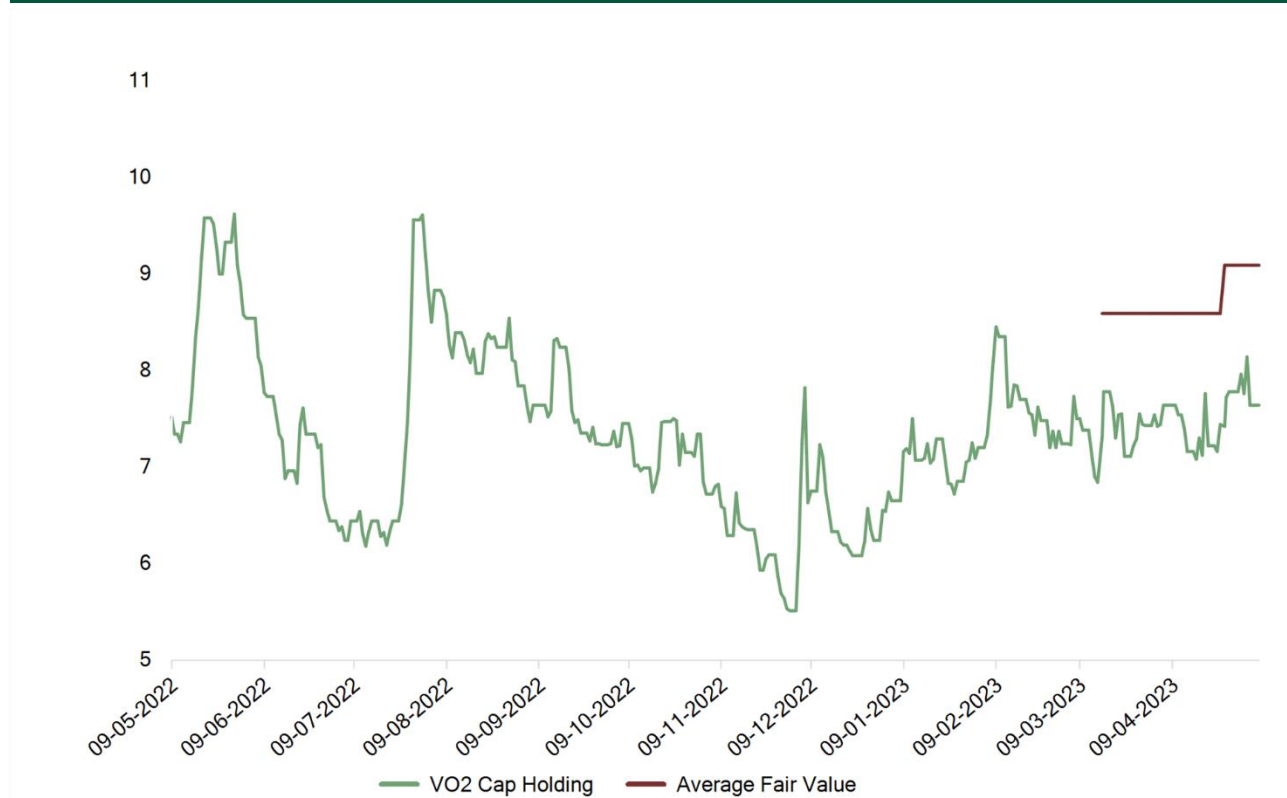
Värdering

	2021	2022	2023	2024	2025
P/E, justerad	829,9x	Neg.	25,2x	13,4x	7,3x
P/EK	5,1x	1,5x	1,6x	1,4x	1,2x
P/FCF	292,0x	Neg.	41,5x	8,0x	5,5x
FCF-yield	0%	Neg.	2%	13%	18%
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	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	118,5x	14,1x	11,3x	8,9x	6,0x
EV/EBIT, justerad	668,4x	Neg.	20,3x	12,8x	7,3x
EV	809	397	488	488	488
Aktiekurs	15,7	5,9	7,3	7,3	7,3

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

VO2 Cap Holding (VO2 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