



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 12 maj 2023

Raketech Group Holding

Stark tillväxt och imponerande lönsamhet

Ett stort steg mot given guidning

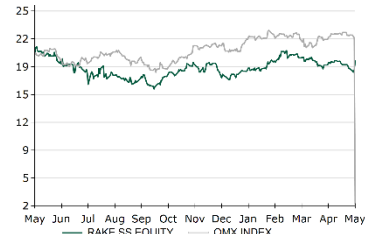
Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 15,8m, vilket motsvarar en organisk tillväxt om 24% y/y. Vi hade i våra estimat räknat med en tillväxt om 16% på helåret. EBITDA uppgick till EUR 6,1m, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 39%. EBITDA var ca 20% högre än vad som implicit krävs för att nå vårt EBITDA-estimat för helåret. Den främsta drivkraften bakom den höga tillväxten och starka lönsamheten var att högmarginalsegmentet Affiliation Marketing steg med 32% y/y. Q2 har inletts starkt då intäkterna i april uppgick till EUR 5,9m, vilket motsvarar en tillväxt om 52% y/y mot april 2022. Dock var april en svag månad under 2022.

Exponering mot global makrotrend med hög tillväxt

Raketech ger en tydlig exponering mot en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, i-gaming. Bolagets position i ekosystemet som en affiliate gör att man snabbt kan växa på nya marknader som öppnar upp likt Latinamerika. Vidare är man positionerad genom förvärv på den amerikanska marknaden som succesivt öppnar upp. Vi bedömer att bolagets mjukvara Affiliation Cloud inom 2-3 år kan särnoteras om segmentet utvecklas mot den kommunicerade målbilden. Skulle detta ske ser vi att en värdering av detta segment skulle motsvara en stor del av Raketechs börsvärde.

Marginella justeringar i estimat tar bolaget till övre delen av guidning

Vi höjer våra intäktsestimat med i snitt 3,8% under prognosperioden. Vi bedömer nu att bolaget kommer att nå strax över mitten på given guidning för innevarande år. Vi höjer även våra EBITDA-estimat med i snitt 5% under prognosperioden. Baserat på våra estimatförändringar höjer vi motiverat värde till 33-34 kr (31-33).

Estimatändring				Prognos (m€)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	33 - 34 kr
Totala intäkter	3,8%	3,8%	3,8%	Totala intäkter	53	64	71	79	Aktiekurs	19,3 kr
EBITDA, just.	5,5%	4,2%	5,3%	Tillväxt	37%	21%	12%	11%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	3,3%	6,4%	7,6%	EBITDA, just.	20	23	28	32	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser				EBIT, just.	12	16	21	25		
				EPS, just.	0,2	0,3	0,4	0,5		
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	9%	48%	38%	22%		
Bolagsfakta (m€)				EK/aktie	2,2	2,5	2,7	3,1		
				Utdelning per aktie	0,1	0,1	0,2	0,2		
Antal aktier	42m			EBIT-marginal	23,6%	24,7%	28,9%	31,3%		
Börsvärde	72			ROE, just.	9,3%	12,3%	15,3%	16,8%		
Nettoskuld	44			ROCE, just.	11,8%	13,4%	16,0%	17,5%		
EV	116			EV/Sales	1,4x	1,8x	1,6x	1,5x		
Free float	73%			EV/EBITDA	3,7x	5,0x	4,2x	3,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	71k			EV/EBIT	6,0x	7,4x	5,6x	4,7x		
Bloomberg Ticker	RAKE SS EQUITY			P/E, just.	8,2x	5,9x	4,3x	3,5x		
Analytiker				P/EK	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
				Direktavkastning	5,9%	6,8%	9,4%	11,5%		
Rikard Engberg				FCF yield	8%	16%	22%	27%		
rikard.engberg@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,0x	-0,3x	-0,6x		

Investment case

Raketech är ett bolag inom prestationsbaserad marknadsföring (affiliation) inriktat på iGaming. iGaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och där pandemin har accelererat tillväxten. Affiliatebolagen är den undersektion av iGaming med lägst värdering trots en hög cash-conversion. Vi anser att den låga värderingen beror på att bolaget historiskt har underpresterat i relation till aktiemarknadens förväntningar p.g.a. ogynnsamma förvärv och suboptimal kapitalstruktur. Vi bedömer att Raketech nu har genomgått ett städarbete och står redo att möta en hög strukturell tillväxt.

Bolagsprofil

Raketech är ett affiliatebolag. Affiliation innebär att bolaget driver hemsidor som förser kunderna, i detta fall speloperatörer likt Kindred och Betsson, med slutkunder. Bolaget får betalt genom en engångssumma per deponerande kund eller genom att ta en del av spelöverskottet på den kund man slussar till operatören. Marknadsföringsformen affiliation är framför allt vanlig på marknader med hög tillväxt då det ofta är den första kanalen som öppnas upp. Därtill är den flexibel på tillväxtmarknader där reglering saknas. Den främsta tillväxtmarknaden för svenska bolag är i dagsläget USA där Raketech genom förvärv är närvarande. Andra viktiga tillväxtmarknader är Japan och Sydamerika.

Globalt sker endast strax under 10% av allt spelande online medan fysiska kasinon och spelbutiker står för 90%. Tillväxten för iGaming-sektorn drivs därför av två faktorer, dels ökat spelande när ekonomin växer, dels att det spelas online i stället för offline. Affiliation är den främsta formen av marknadsföring på oreglerade marknader där denna konvertering är som störst.

Affiliatebolagen i allmänhet och Raketech i synnerhet tillhör de lägst värderade i spelbolagens värdekedja. När sektorn under 2019 började se regulatoriska motgångar ledde detta till att affiliatebolagen föll kraftigt. Värderingen är delvis ett resultat av att flera aktörer under en tid, på grund av utspädning, hade låg vinsttillväxt trots kraftig omsättningstillväxt. Vi bedömer att Raketech nu har städat upp i verksamheten och kommer kunna dra nytta av den höga strukturella tillväxten från bland annat den amerikanska marknaden.

Värdering

Vi har valt att värdera Raketech med en relativvärdering med stöd av en DCF. Raketech handlar idag på en implicit WACC kring 20%. Baserat på våra estimatförändringar höjer vi vårt motiverade värde till 33-34 kr (31-33). Vi bedömer att Raketech bör kunna reducera rabatten mot övriga noterade affiliatebolag de kommande 6-12 månaderna.

Då Affiliate Cloud fortfarande befinner sig i ett tidigt stadie har vi inte inkluderat det i vår värdering. Skulle satsningen nå sina mål om en omsättning på EUR 10m ser vi ett värde om EUR 30-40m utöver vårt fundamentala värde i Raketech.

Kvartalet i korthet

Affiliation marketing: Intäkterna från affiliate marketing uppgick till EUR 10,8m, vilket motsvarar en tillväxt om 32% y/y. Affiliation marketing utgjorde 68% av omsättningen i kvartalet. De starkaste tillgångarna i kvartalet var från segmentet övriga världen där Casumba och tillgångarna kopplat till Onlinecricketbetting presterade starkt.

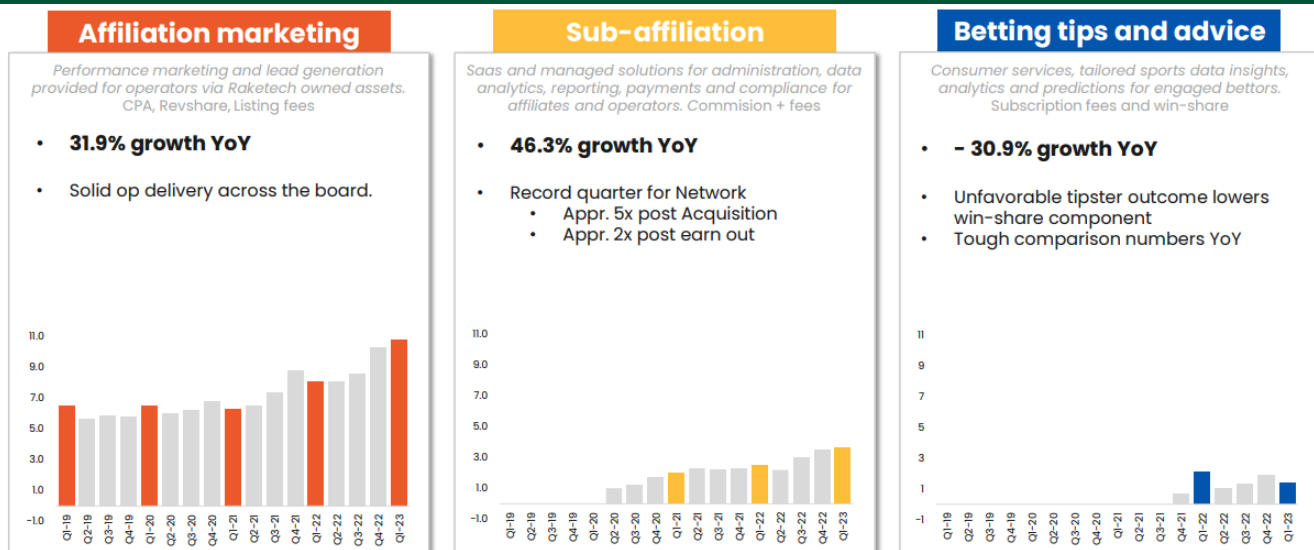
Sub-affiliation/Network: Intäkterna från detta segment uppgick till EUR 3,6m, vilket motsvarar en tillväxt om 46% y/y. Segmentet utgjorde 23% av omsättningen. Tillväxten går främst att härleda till Sydamerika, men även ifrån bolagets mjukvara Affiliation Cloud.

Betting tips and subscription income: Intäkterna från segment uppgick till EUR 1,4m, vilket motsvarar en negativ tillväxt om 31%. Utfallet förklaras delvis av en lägre andel win-share. För att stärka utvecklingen i Nordamerika och för segmentet har det USA-baserade teamet stärkts och nya initiativ tagits. Vi bedömer att dessa kommer börja synas under H2 och framförallt under 2024.

Sammanfattningsvis en stark inledning på året. Vi bedömer att bolaget kommer se en fortsatt stark tillväxt och röra sig mot den övre halvan av given guidning på intäkter.

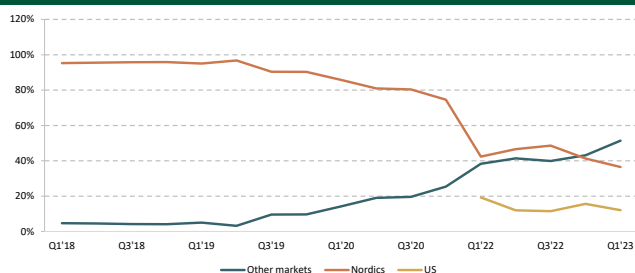
EBITDA i kvartalet uppgick till 6,1m, vilket motsvarar en marginal om 38,7%. Siffran var betydligt starkare än vad som ligger till grund, givet våra helårsestimat. Den främsta drivkraften bakom den starka marginalen var att bruttomarginalen steg till 73% vs 71% i Q4'22. Den starka lönsamheten går att förklara med att segmentet Affiliation Marketing växte starkare än våra förväntningar för helåret.

Segmentet med högst marginal visar stark tillväxt och driver bruttomarginalen



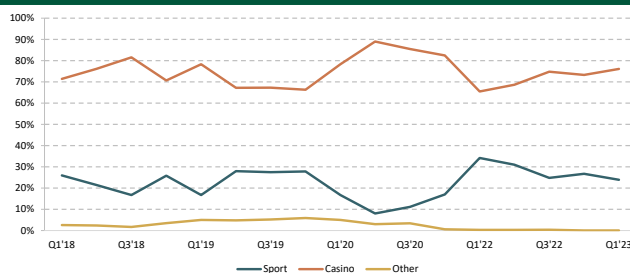
Källa: Bolaget

Ökad geografisk diversifiering...



Källa: Bolaget

...och stabil mix mellan casino och sport

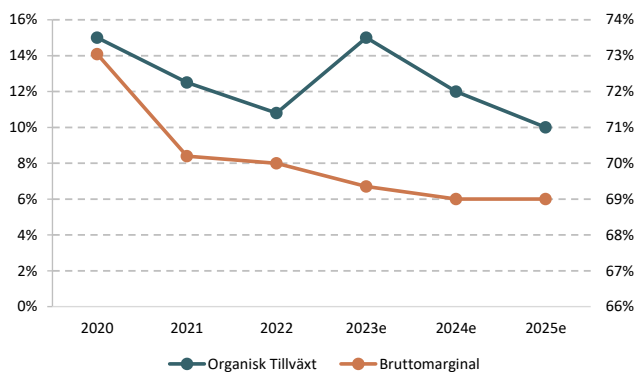


Källa: Bolaget

Estimatförändringar

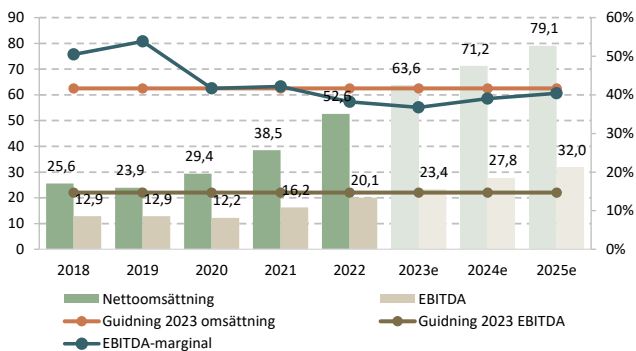
Baserat på den starka inledningen av året höjer vi våra intäktsestimater med 3,8% över prognosperioden. Vi ligger nu strax över mitten av givet intäktsestimater på innevarande år (EUR 60-65m). Baserat på den starka bruttomarginalen höjer vi våra EBITDA-estimer med 5,5% på innevarande år och i snitt 4,8% under perioden 2024-25. På innevarande år ligger vi relativt nära den övre delen av given guidning (EUR 20-24m).

Organisk tillväxt över tidigare finansiella mål om 10% men sjunkande bruttomarginal...



Källa: Bolaget, EPB

... samt given guidning ligger till grund för våra estimat



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi bedömer att Raketech givet den starka tillväxten i både omsättning och EBITDA kommer kunna reducera rabatten mot peers i närtid. Vi höjer således vårt motiverade värde till 33-34 kr (31-33).

Då Affiliate Cloud fortfarande befinner sig i ett tidigt stadiet har vi inte inkluderat det i vår värdering. Skulle satsningen nå sina mål om en omsättning på EUR 10m i run rate i slutet av 2024 ser vi ett värde om EUR 30-40m utöver vårt fundamentala värde i Raketech. Detta skulle motsvara 9-9,5 kr per aktie på skuldfri basis.

Aktiepris 2023 års estimat

X-axel EV/EBITDA Y-axel EBITDA 2023

	6,5	7	7,5	8
20	22,8	25,4	28,1	30,7
22	26,2	29,1	32,0	34,9
24	29,7	32,8	36,0	39,1
26	33,1	36,5	39,9	43,4
28	36,5	40,2	43,9	47,6

Källa: EPB

Aktiepris 2024 års estimat

X-axel EV/EBITDA Y-axel EBITDA 2024

	4,5	5	5,5	6
22,5	15,2	18,2	21,2	24,1
25	18,2	21,5	24,8	28,1
27,5	21,1	24,7	28,4	32,0
30	24,1	28,1	32,0	36,0
32,5	27,1	31,4	35,6	39,9

Källa: EPB

Fortsatt kraftig rabatt mot 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	2 040	2 999	2,56x	2,45x	2,27x	5,7x	5,7x	5,1x	7,5x	8,1x	7,0x	nm	7,0x	7,7x
Better Collective	11 720	13 589	4,74x	3,86x	3,37x	15,0x	12,0x	9,5x	18,1x	14,6x	10,9x	22,6x	18,6x	13,5x
Acroud	300	495	1,51x	-	-	5,8x	-	-	9,1x	-	-	(1,5x)	-	-
Rake (konsensus)	753	873	1,71x	1,27x	1,14x	4,4x	3,5x	2,9x	7,0x	5,4x	4,3x	8,5x	6,4x	4,7x
Mean			2,35x	2,14x	1,92x	8,9x	7,5x	6,2x	12,5x	10,1x	7,9x	11,6x	12,0x	9,6x
Median			1,80x	1,62x	1,48x	7,0x	6,2x	5,7x	9,2x	8,1x	7,0x	12,6x	9,9x	9,3x
VS Raketech			-5%	-22%	-23%	-38%	-43%	-49%	-23%	-33%	-39%	-33%	-36%	-49%

Källa: Factset

...stark kassagenerering kommer skapa aktieägarvärde

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	142		
PV of terminal value (perpetuity formula)	58		
Enterprise value	200		
Latest net debt	44		
Minority interests & other	0		
Equity value	156		
No. of shares outstanding (millions)	43		
Equity value per share (SEK)	35,87		
Implicit multipl.			
EV/Sales	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.5	7.2	6.2
EV/EBIT	12.7	9.9	8.1
EV/NOPLAT	13.1	10.2	8.3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			19,3

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,0%
Extra risk premium	5,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,5%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	12%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,5%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	4,0%
Working cap. (% of sales)	5,6%
Tax rate	12%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	11,5%	37,8	38,9	40,2	41,5	43,1
	12,0%	35,8	36,8	37,9	39,1	40,5
	12,5%	34,0	34,9	35,9	36,9	38,1
	13,0%	32,3	33,1	34,0	34,9	36,0
	13,5%	30,8	31,5	32,3	33,1	34,1
		Long-term EBIT margin				
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
WACC	11,5%	33,8	37,0	40,2	43,4	46,5
	12,0%	32,0	35,0	37,9	40,9	43,8
	12,5%	30,4	33,1	35,9	38,6	41,3
	13,0%	28,9	31,5	34,0	36,5	39,1
	13,5%	27,6	29,9	32,3	34,6	37,0

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	26	24	29	39	53	64	71	79
Totala intäkter	26	24	29	39	53	64	71	79
Kostnad sålda varor	-2	-4	-8	-11	-16	-19	-22	-25
Bruttoresultat	23	20	21	27	37	44	49	55
Övriga rörelsekostnader	-11	-7	-9	-11	-17	-21	-21	-23
EBITDA	13	13	12	16	20	23	28	32
EBITDA, justerad	13	13	12	16	20	23	28	32
EBITA, justerad	13	13	12	16	20	23	28	32
Amortering	-2	-5	-5	-7	-8	-8	-7	-7
EBIT	11	8	7	9	12	16	21	25
EBIT, justerad	11	8	7	9	12	16	21	25
Finansnetto	-6	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	5	7	6	8	10	14	19	23
Resultat före skatt, justerad	5	7	6	8	10	14	19	23
Total skatt	0	0	0	-1	-2	-1	-1	-2
Nettoresultat	5	7	6	7	8	13	17	21
Nettoresultat, justerad	5	7	6	7	8	13	17	21
Intäktstillväxt	-	-6%	23%	31%	37%	21%	12%	11%
Bruttomarginal	91,6%	85,1%	73,0%	70,2%	70,0%	69,4%	69,0%	69,0%
EBIT-marginal, justerad	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	24,7%	28,9%	31,3%
EPS, justerad	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,29	0,40	0,49
EPS-tillväxt, justerad	-	57%	-19%	19%	9%	48%	38%	22%

Källa: Rakotech Group Holding, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	11	8	7	9	12	16	21	25
Övriga kassaflödesposter	2	3	5	7	8	8	6	6
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	0	-2	-1	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	11	11	12	15	19	24	27	30
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-17	-9	-13	-15	-13	-12	-10	-10
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-	-	3	-14	-	-	-	-
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-17	-9	-10	-29	-13	-12	-10	-10
Fritt kassaflöde	-5	3	3	-14	6	12	17	20
Nyemission / återköp	32	-6	-2	12	-	-	-	-
Förändring av skulder	-23	-	0	-1	-1	-	-	-
Övriga poster	-	-	-	-	-	-2	-9	-9
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	10	-6	-2	12	-1	-2	-9	-9
Kassaflöde	4	-3	1	-2	5	10	8	11
Nettoskuld	0	-1	-3	12	7	0	-8	-19

Källa: Rakotech Group Holding, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	4	1	1	1	1
Övriga immateriella tillgångar	66	73	81	124	131	144	147	149
Summa anläggningstillgångar	66	74	81	128	132	145	148	151
Kundfordringar	4	4	5	6	8	9	10	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	4	5	3	8	15	22	34
Summa omsättningstillgångar	12	8	10	9	16	24	32	44
SUMMA TILLGÅNGAR	78	82	91	137	148	169	180	195
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	59	65	71	85	97	109	120	134
Summa eget kapital	59	65	71	85	97	109	120	134
Långfristiga räntebärande skulder	8	3	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	7	10	20	26	30	30	30
Summa långfristiga skulder	13	10	10	20	26	30	30	30
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	15	15	15	15	15
Leverantörsskulder	4	2	2	3	4	5	6	6
Övriga kortfristiga skulder	3	5	6	15	6	10	10	10
Summa kortfristiga skulder	7	7	10	32	25	30	31	31
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	78	82	91	137	148	169	180	195

Källa: Rakotech Group Holding, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-6%	23%	31%	37%	21%	12%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	0%	-5%	33%	24%	16%	19%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-25%	-18%	38%	32%	26%	31%	20%
EPS-tillväxt, justerad	-	57%	-19%	19%	9%	48%	38%	22%
Bruttomarginal	91,6%	85,1%	73,0%	70,2%	70,0%	69,4%	69,0%	69,0%
EBITDA-marginal	50,5%	53,9%	41,7%	42,2%	38,2%	36,8%	39,0%	40,4%
EBITDA-marginal, justerad	50,5%	53,9%	41,7%	42,2%	38,2%	36,8%	39,0%	40,4%
EBIT-marginal	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	24,7%	28,9%	31,3%
EBIT-marginal, justerad	43,8%	35,0%	23,3%	24,5%	23,6%	24,7%	28,9%	31,3%
Vinst-marginal, justerad	17,8%	29,9%	19,8%	18,9%	16,0%	19,8%	24,5%	27,0%

Källa: Rakotech Group Holding, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	12%	9%	9%	9%	12%	15%	17%
ROCE, justerad	Neg.	12%	10%	11%	12%	13%	16%	18%
ROIC, justerad	Neg.	14%	10%	11%	12%	15%	19%	22%

Källa: Rakotech Group Holding, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	17%	17%	17%	16%	15%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	47%	31%	22%	27%	26%	26%	26%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	52%	64%	60%	>100%	78%	75%	70%	66%
Rörelsekapital / totala intäkter	-9%	-12%	-12%	-28%	-5%	-10%	-9%	-7%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x

Källa: Raketeck Group Holding, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-1	-3	12	7	0	-8	-19
Soliditet	75%	79%	78%	62%	65%	64%	66%	69%
Nettoskultsättningsgrad	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-0,1x	-0,2x	0,7x	0,3x	0,0x	-0,3x	-0,6x

Källa: Raketeck Group Holding, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,29	0,40	0,49
EPS, justerad	0,12	0,19	0,15	0,18	0,20	0,29	0,40	0,49
FCF per aktie	-0,13	0,07	0,07	-0,34	0,13	0,28	0,38	0,46
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,12	0,16	0,20
Eget kapital per aktie	1,53	1,70	1,83	1,99	2,22	2,50	2,75	3,08
Antal aktier vid årets slut, m	38,3	38,3	38,8	42,7	43,5	43,5	43,5	43,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	38,3	38,3	38,5	40,7	43,1	43,5	43,5	43,5

Källa: Raketeck Group Holding, EPB

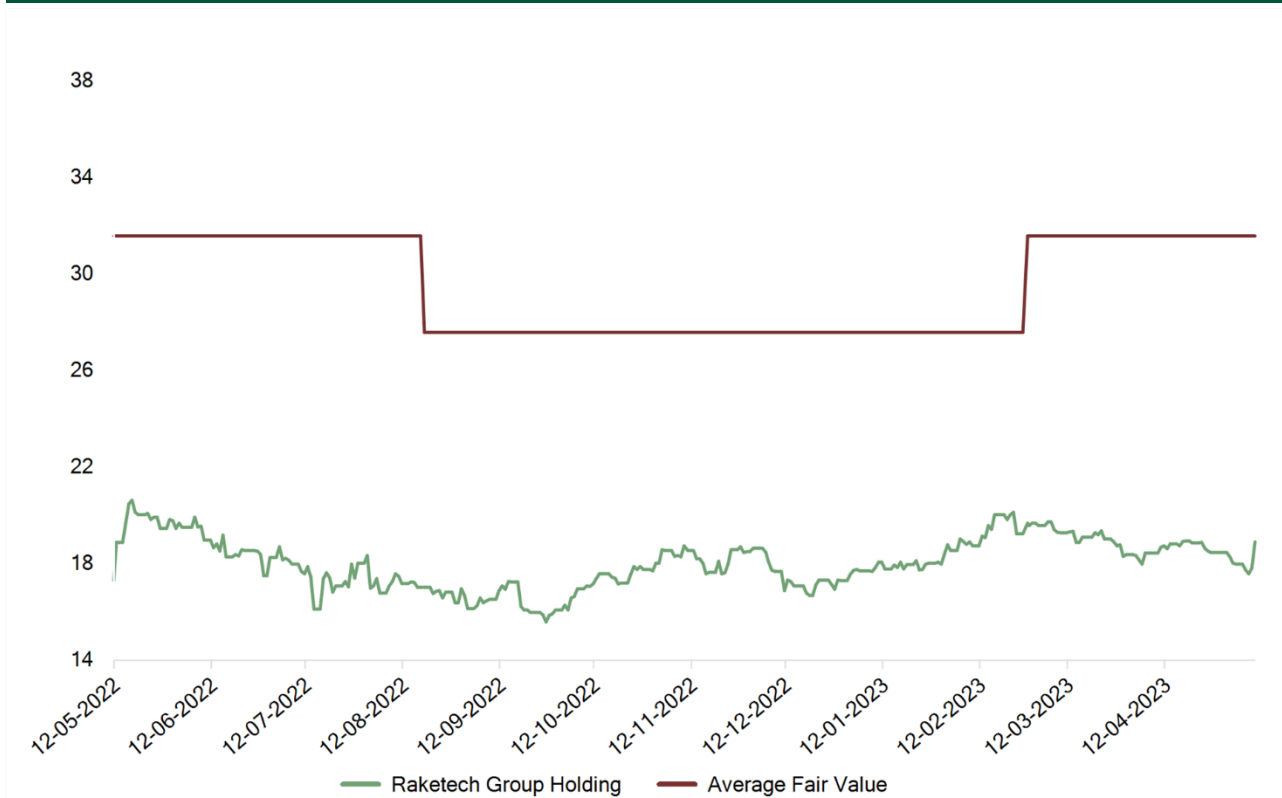
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	16,2x	4,8x	7,1x	13,0x	8,2x	5,9x	4,3x	3,5x
P/EK	1,3x	0,5x	0,6x	1,2x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
P/FCF	Neg.	12,8x	15,6x	Neg.	12,1x	6,2x	4,5x	3,7x
FCF-yield	Neg.	8%	6%	Neg.	8%	16%	22%	27%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	6,8%	9,4%	11,5%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,1%	40,0%	40,0%	40,0%
EV/Sales	2,9x	1,4x	1,3x	2,8x	1,4x	1,8x	1,6x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	5,6x	2,6x	3,0x	6,6x	3,7x	5,0x	4,2x	3,6x
EV/EBIT, justerad	6,5x	3,9x	5,4x	11,4x	6,0x	7,4x	5,6x	4,7x
EV	73	33	37	107	74	116	116	116
Aktiekurs	1,9	0,9	1,1	2,3	1,6	1,7	1,7	1,7

Källa: Raketeck Group Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Raketech Group Holding (RAKE SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se