



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 24 maj 2023

Acroud

Stark trading update

Rör sig mot våra helårsestimat

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,3m, vilket var ca 3% lägre än vad som implicit krävs för att nå våra helårsestimat. Siffran motsvarar en tillväxt om 33%, den organiska tillväxten uppgick till -22%, nedgången förklaras delvis med att kunder har lämnat vissa marknader och att man under Q1'22 hade en hög andel intäkter med fixed fee och engångsbetalningar (CPA) inom casino segmentet. EBITDA uppgick till EUR 2,1m, vilket var i linje med vad som krävs för att nå vårt helårsestimat. Antalet New Depositing Customers (NDCs) uppgick till 92 659, vilket är en ökning med 176% y/y. Då 78% av intäkterna är på s.k. rev share-avtal bedömer vi att detta kan leda till att bolaget rör sig mot vårt helårsestimat. Detta styrks av bolagets trading update som visar på en tillväxt om 51% y/y.

Lågt värderade kassaflöden

Acroud ger genom affiliation en exponering mot en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, i-gaming. Acroud är i dagsläget lågt värderat givet bolagets framtida kassaflöden. Utvecklas bolaget i linje med våra estimat och mot sina finansiella mål anser vi att en uppvärdering är möjlig. De rapporterade siffrorna bekräftar att verksamheten rör sig i rätt riktning. En tydlig kurstrigger är ägandet av mjukvaran Voonix som vi bedömer skulle kunna säljas eller särnoteras på en attraktiv värdering om några år.

Marginella estimatförändringar

Vi gör endast marginella estimatförändringar under vår prognosperiod. På innevarande år sänker vi intäktsestimaten med ca 3% och under perioden 2024-25 sänker vi dem med 2,8%. Som en följd av de något lägre intäktsestimaten sänker vi våra EBITDA-estimat med i snitt 3%. Trots de sänkta estimaten bibehåller vi vårt motiverade värde om 2,4-2,5 kr. EPS sjunker på innevarande år som en följd av ett högre finansnetto.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	2,4 – 2,5 kr												
Totala intäkter	-2,7%	-0,9%	-0,9%	32	41	45	48	Aktiekurs	1,73												
EBITDA, just.	-2,7%	-2,6%	-3,0%	24%	27%	10%	7%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-23,5%	-8,9%	-9,1%	8	11	13	16	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser			EBIT, just.	-13	8	11	13														
Q2 - rapport	10 augusti 2023		EPS, just.	-0,1	0,0	0,1	0,1														
Q3 - rapport	09 november 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	66%	26%														
Bolagsfakta (m€)			EK/aktie	0,2	0,2	0,3	0,3														
Antal aktier	136m		EBIT-marginal	Neg.	19,1%	23,6%	26,5%														
Börsvärde	21		ROE, just.	Neg.	16,2%	22,3%	22,5%														
Nettoskuld	16		ROCE, just.	Neg.	17,2%	20,9%	21,8%														
EV	37		EV/Sales	1,2x	0,9x	0,8x	0,8x														
Free float	27%		EV/EBITDA	4,8x	3,4x	2,8x	2,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	65k		EV/EBIT	-	4,8x	3,5x	2,9x	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY		P/E, just.	-	4,9x	2,9x	2,3x														
Analytiker			P/EK	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x														
Rikard Engberg			FCF yield	15%	19%	47%	56%														
rikard.engberg@penser.se			Nettoskuld/EBITDA	2,0x	1,4x	0,7x	0,0x														

Investment case

Acroud är en teknikkoncern som är aktiv inom affiliate marketing för igaming-industrin. Igaming-industrin är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning globalt och vi bedömer att marknaden kommer växa med 8-12% kommande år. Acroud är positionerat på marknader som kommer ha en betydligt snabbare tillväxt än industrin då man har en stark närvaro på den latinamerikanska marknaden. Vi bedömer att de tillgångar bolaget har på övriga marknader kommer att leverera en fortsatt stark tillväxt i linje med marknaden. Vi bedömer även att bolagets ägande av mjukvaran Voonix, ett BI-verktyg för affiliate-marknadsföring, inte reflekteras i dagens kursnivåer, vilket gör att vi ser ett motiverat värde om 2,4-2,5 kr.

Bolagsprofil

Affiliation en viktig del av ekosystemet

Acroud är aktiva inom affiliation-marknadsföring inom den snabbast växande formen av digital underhållning, igaming. Affiliation är en form av marknadsföring där trafik och potentiella kunder slussas ifrån en hemsida ägd av Acroud till en speloperatör. Beroende på marknad och rådande avtal med operatörerna delar Acroud intäkterna med operatörerna. Vi bedömer att det finns ett stort incitament för operatörer att investera i affiliation då dessa investeringar blir mer spårbara än investeringar i mer traditionell marknadsföring. Vi bedömer således att affiliation kan växa något snabbare än den globala marknaden för igaming.

Intressanta tillgångar i företagsgruppen

Historiskt har Acroud fokuserat på traditionella affiliate-tillgångar där fokus är att optimera hemsidor så de rankas högt på Google. Denna typ av verksamhet har historiskt visat höga marginaler, men en begränsad möjlighet till tillväxt då det tar tid att organiskt bygga upp en bra ranking enligt Google. Vidare är denna typ av hemsidor svaga för förändringar av Googles algoritmer, vilket leder till en risk i denna verksamhet. Acroud har genom förvärv kompletterat sina tillgångar inom traditionell affiliation med att förvärva Matching Vision, ett ledande Affiliate nätverk som möjliggör en snabbare tillväxt, Voonix, det ledande BI-verktyget inom affiliation, och The Gambling Cabin, ett ledande spel community på den svenska marknaden. Genom att kombinera höglönsamma intäkter ifrån traditionell SEO-baserad affiliation med nätverk, mjukvaruintäkter och communities bedömer vi att Acroud kan växa snabbare än marknaden.

Rabatt mot sektorn

De börsnoterade affiliatebolagen tillhör de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen. Acroud värderas betydligt lägre än övriga bolag i sektorn. Vi bedömer att denna rabatt över tid kommer att minska givet att bolaget exekverar och når sina skuldsättningsmål. Bolaget har under 2022 påbörjat en operationell turnaround och vi bedömer att denna kan fortsätta kommande år. Vidare anser vi att Voonix, bolagets mjukvarubolag, på 3-4 års sikt kan stå på egna ben och bygga en kundbas utanför igaming. Skulle detta ske ser vi en betydande uppsida ifrån dagens kursnivåer. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde på 2,4-2,5 på Acroud.

Kvartalet i korthet

iGaming Affiliation

Intäkterna från segmentet iGaming Affiliation uppgick i Q1'23 till EUR 6m, vilket motsvarar en tillväxt om 103% y/y, varav 26% var organisk. Intäkterna drivs av att antalet NDCs ökar till 76 900, en ökning med 12% q/q. Då bolaget nu fokuserar på att leverera NDCs på intäktsdelningsavtal bedömer vi att tillväxten kommer fortsätta att vara stark under året. Av intäkterna var 9% från Social and community based Affiliation, 28% från SEO affiliation och 63% från Paid Media.

EBITDA för segmentet uppgick till EUR 2m, vilket motsvarar en marginal om ca 33% och en nedgång med 11% q/q. Nedgången förklaras med ogynnsamma sportresultat under februari månad.

SaaS

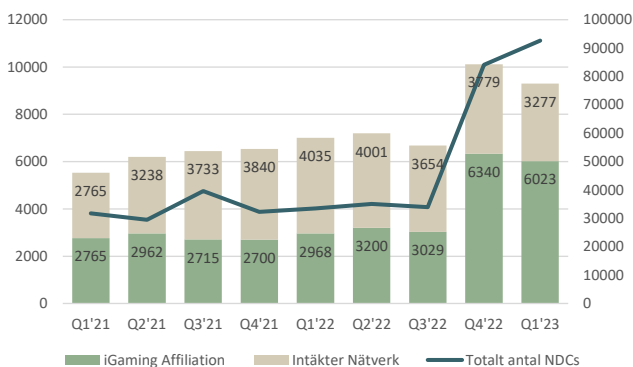
Närverksintäkterna uppgick till EUR 3m, vilket motsvarar en negativ tillväxt om 21% y/y och 12% q/q. Antalet NDCs uppgick till 15 742, vilket är en ökning med 7% y/y och 2% q/q. Givet att en stor del av intäkterna är från s.k. Rev. Share-avtal bedömer vi att bolaget kommer kunna se en tillväxt under resterande del av året.

Abonnemangsintäkterna uppgick till EUR 0,3m, vilket motsvarar en tillväxt om 23% y/y. Antalet RGUs (Revenue Generating Units) ökade med 4% y/y. Vi ser således att bolaget lyckas växa på befintliga kunder.

EBITDA för segmentet uppgick till EUR 0,5m, vilket motsvarar en marginal om 14%, en ökning med ca tre procentenheter mot Q4'22. Vi ser således att bolaget fortsätter den marginalexpansion vi räknat med i våra helårsestimat.

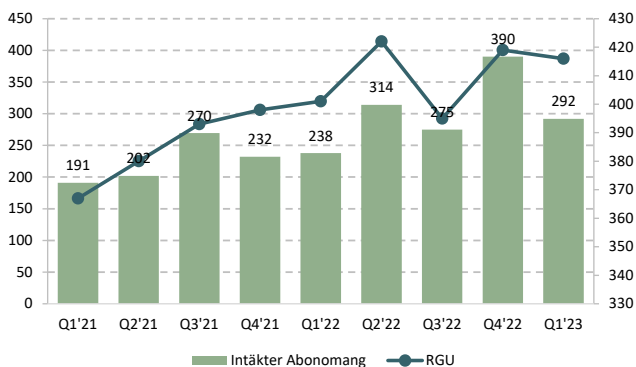
Sammanfattningsvis ser vi ett SaaS-segment som trots en lägre omsättning expanderar marginalen. Den starka tillväxten i NDCs gör att vi bedömer att man kommer kunna återgå till en tillväxt y/y.

Starkt inflöde av NDCs bådar för återgång till organisk tillväxt... (EUR '000)



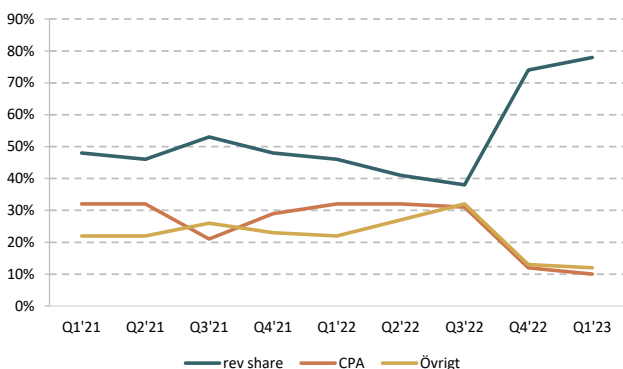
Källa: Bolaget

...samtidigt som abonnemangsintäkterna fortsätter leverera (EUR '000)



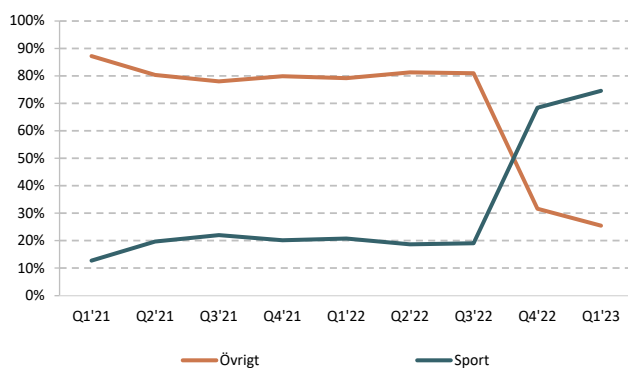
Källa: Bolaget

Hög andel rev. Share gör att vi bedömer att tillväxten kan komma tillbaka...



Källa: Bolaget

...samtidigt som ökat sportfokus bör minska volatiliteten

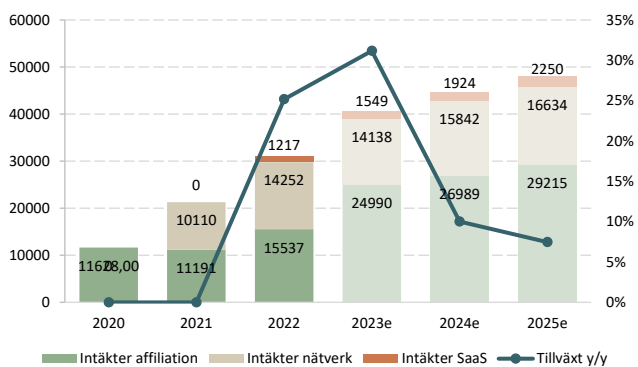


Källa: Bolaget

Estimatförändringar

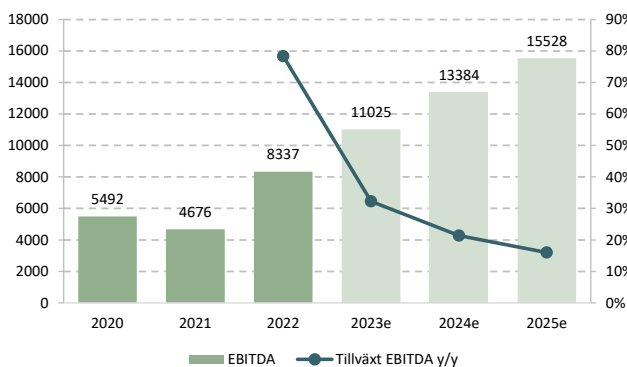
Vi gör endast marginella estimatförändring kommande år och sänker intäktestimaten med ca 3% på innevarande år och 1% under perioden 2024-25. Bolagets starka trading update som visar på intäkter i april som var 51% högre y/y indikerar att man kommer kunna visa en fortsatt stark tillväxt y/y. Vi sänker även våra EBITDA-estimat med i snitt 3% under perioden 2023-25. Detta är främst en följd av lägre intäktestimat.

Vi bedömer att den organiska tillväxten kommer tillbaka... (EUR '000)



Källa: EPB

...vilket bör leda till en marginalexpansion (EUR '000)



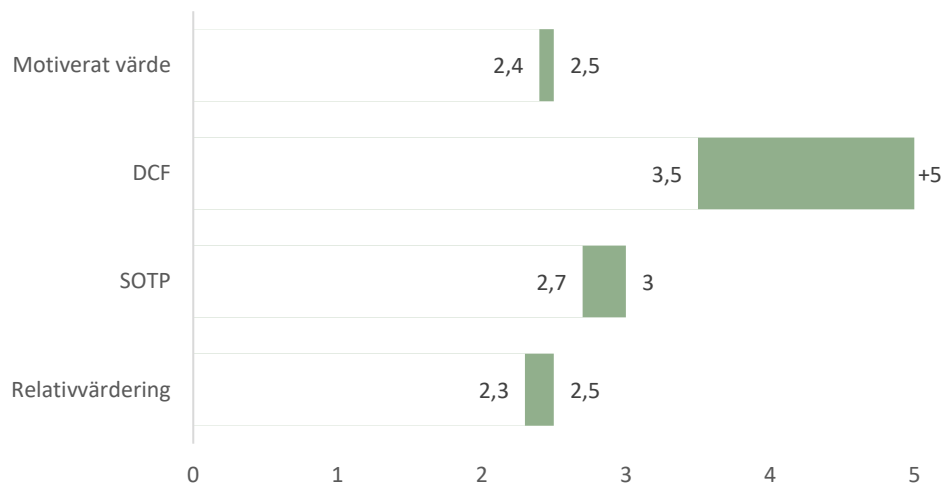
Källa: EPB

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 2,4-2,5 kr per aktie. Vi bedömer att de främsta drivkrafterna för att nå vårt motiverade värde är en fortsatt god integration av befintliga bolag samt ett starkt momentum i abonnemangsaffären. Vi bedömer att risken i estimat och aktien kommer att minska framgent. Resonemanget bygger på att bolaget rör sig bort ifrån traditionell SEO-baserad affiliation och mot community based affiliation, nätverksintäkter och abonnemangsintäkter. Vi ser följande katalysatorer för kursen i Acroud

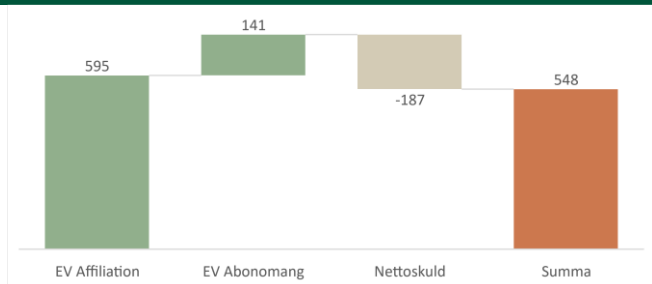
- **Uppnår sitt skuldsättningsmål:** Vi bedömer att Acroud måste visa ett antal kvartal med ett starkt kassaflöde för att en uppvärdering ska inledas. Vi bedömer att när bolaget har uppnått nettokassa bör detta återspeglas i värderingen.
- **Fortsatt stark abonnemangsintäktstillväxt:** Vi bedömer att marknaden underskattar de abonnemangsintäkter som Acroud bör kunna växa i. SaaS-bolag har p.g.a. de stabila intäkterna en väsentligt högre värdering än Affiliatebolag.
- **Period av stabilitet:** Acroud har under de senaste kvartalen och åren genomgått en storskalig transformation. Vi bedömer att marknaden är fortsatt osäker på dynamiken i bolaget. Vi bedömer att det kommer att ta ytterligare några kvartal för marknaden att bättre förstå Acroud innan en uppvärdering sker.

Värde per aktie



Källa: EPB

SOTP (mkr) modellen indikerar uppsida...



Källa: EPB

...trots konservativa värderingsantaganden

X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonomangsintäkter

	3	3,25	3,5	3,75	4
18	2,15	2,36	2,56	2,77	2,97
20	2,22	2,42	2,63	2,83	3,04
22	2,28	2,48	2,69	2,89	3,10
24	2,34	2,54	2,75	2,95	3,16
26	2,40	2,61	2,81	3,02	3,22

Källa: EPB

En generellt lågt värderad sektor...

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	1 668	2 648	2,26x	2,14x	1,98x	5,0x	5,0x	4,5x	6,6x	7,1x	6,2x	nm	5,7x	6,2x
Better Collective	11 913	13 636	4,33x	3,82x	3,35x	13,1x	11,6x	9,4x	15,8x	14,0x	10,8x	19,6x	17,3x	13,0x
Raketech Group Holding	754	873	1,20x	0,80x	0,60x	4,5x	2,9x	1,9x	6,1x	3,8x	2,4x	44,5x	5,9x	3,7x
Acroud	278	473	1,44x	0,90x	0,82x	5,5x	3,4x	2,8x	8,7x	4,8x	3,5x	(1,4x)	4,9x	2,9x
Mean			2,28x	1,97x	1,75x	9,1x	7,1x	5,9x	12,4x	9,4x	7,3x	23,2x	11,4x	9,0x
Median			1,88x	1,60x	1,46x	8,3x	6,3x	5,7x	9,4x	7,9x	7,0x	17,7x	9,9x	9,3x
VS Acroud			-23%	-44%	-44%	-34%	-46%	-51%	-7%	-39%	-50%	-108%	-51%	-68%

Källa: Factset

Antaganden och resultat DCF

DCF - värdering

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
73 608	2,5%	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremium	Långsiktig EBIT-marginal
19 905	6,0%	20,0%
Företagsvärde (EV)	Extra riskpremium	Avskrivningar, % av omsättning
93 514	8,5%	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Beta	Capex, % av omsättning
16 496	1,0	10,0%
Minoritetsintressen och övrigt	Avkastningskrav, eget kapital	Rörelsekapital, % av omsättning
0	17,0%	10,0%
Eget kapital	Räntekostnad (före skatt)	Skattesats
77 018	8,0%	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	Skattesats	
129 659	10%	
Eget kapital per aktie	Belåningsgrad	
6,75	20%	
	WACC	15,0%

DCF - känslighetsanalys

Känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%
14,0%	6,9	7,0	7,1	7,3	7,5	14,0%	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
14,5%	6,6	6,7	6,8	7,0	7,1	14,5%	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
15,0%	6,3	6,5	6,6	6,7	6,8	15,0%	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
15,5%	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	15,5%	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
16,0%	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	16,0%	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	12	25	31	41	45	48
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	1	1	0
Totala intäkter	13	26	32	41	45	48
Bruttoresultat	13	26	32	41	45	48
Övriga rörelsekostnader	-8	-21	-24	-30	-32	-33
EBITDA	5	5	8	11	13	16
EBITDA, justerad	5	5	8	11	13	16
EBITA, justerad	5	5	8	11	13	16
Amortering	-1	-2	-21	-3	-3	-3
EBIT	4	3	-13	8	11	13
EBIT, justerad	4	3	-13	8	11	13
Finansnetto	-3	-2	-5	-3	-2	-2
Resultat före skatt	2	1	-18	5	8	10
Resultat före skatt, justerad	2	1	-18	5	8	10
Total skatt	0	0	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	1	1	-18	4	7	9
Nettoresultat, justerad	1	1	-18	4	7	9
Intäktstillväxt	-	98%	24%	27%	10%	7%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	19,1%	23,6%	26,5%
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	0,03	0,05	0,07
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	66%	26%

Källa: Acroud, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	3	-13	8	11	13
Övriga kassaflödesposter	1	1	19	2	2	1
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-5	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	3	6	5	12	13
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-1	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-4	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-6	-2	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	3	-3	3	4	10	12
Förvärv och avyttringar	0	1	2	0	0	0
Nyemission / återköp	7	0	12	0	0	0
Förändring av skulder	-7	-2	-12	0	0	0
Övriga poster	-2	-2	-4	-3	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-2	-3	-3	-2	-2	-2
Kassaflöde	1	-6	1	2	8	10
Nettoskuld	14	17	17	16	9	0

Källa: Acroud, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	43	51	41	39	36	34
Övriga immateriella tillgångar	7	18	29	30	32	34
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	51	69	71	70	69	68
Kundfordringar	1	2	3	3	3	4
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	8	9	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	2	3	10	19
Summa omsättningstillgångar	10	7	9	14	22	32
SUMMA TILLGÅNGAR	61	76	80	84	91	100
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	36	42	24	28	35	44
Summa eget kapital	36	42	24	28	35	44
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	19	19	19
Övriga långfristiga skulder	1	11	26	26	26	26
Summa långfristiga skulder	22	11	45	45	45	45
Kortfristiga räntebärande skulder	0	19	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	1	0	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	2	3	10	11	11	11
Summa kortfristiga skulder	2	23	10	12	11	11
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	61	76	80	84	91	100

Källa: Acroud, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	98%	24%	27%	10%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-15%	78%	32%	21%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-36%	N.m.	N.m.	36%	20%
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	66%	26%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	26,9%	27,1%	29,9%	32,3%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	26,9%	27,1%	29,9%	32,3%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	Neg.	19,1%	23,6%	26,5%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	19,1%	23,6%	26,5%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	2,9%	Neg.	10,4%	15,8%	18,5%

Källa: Acroud, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	2%	Neg.	16%	22%	22%
ROCE, justerad	Neg.	5%	Neg.	17%	21%	22%
ROIC, justerad	Neg.	5%	Neg.	18%	24%	29%

Källa: Acroud, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	10%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	43%	38%	36%	35%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	-13%	-1%	1%	3%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,7x	0,9x	0,8x	0,8x

Källa: Acroud, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	14	17	17	16	9	0
Soliditet	60%	55%	30%	33%	39%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,7x	0,6x	0,3x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,0x	1,4x	0,7x	0,0x

Källa: Acroud, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,01	0,01	-0,13	0,03	0,05	0,07
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	0,03	0,05	0,07
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,03	0,03	0,07	0,09
Eget kapital per aktie	0,32	0,34	0,18	0,21	0,26	0,32
Antal aktier vid årets slut, m	114	122	133	136	136	136
Antal aktier efter utspädning, snitt	114	130	136	136	136	136

Källa: Acroud, EPB

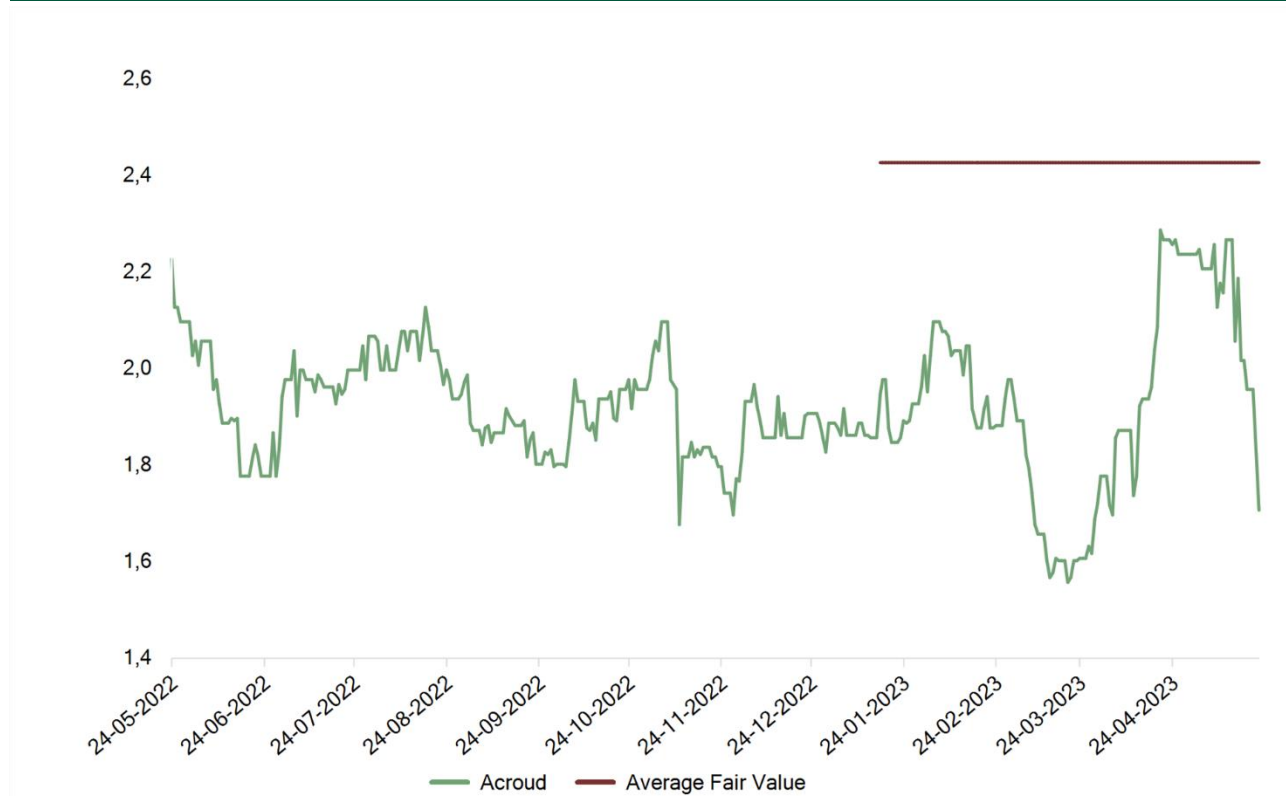
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,3x	47,3x	Neg.	4,9x	2,9x	2,3x
P/EK	0,9x	0,8x	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x
P/FCF	11,3x	Neg.	6,8x	5,3x	2,1x	1,8x
FCF-yield	9%	Neg.	15%	19%	47%	56%
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	3,6x	2,0x	1,2x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	4,8x	3,4x	2,8x	2,4x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	Neg.	4,8x	3,5x	2,9x
EV	48	51	40	37	37	37
Aktiekurs	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Källa: Acroud, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Acroud (ACROUD 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