



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hotels & Restaurants | Sweden | 17 November 2023

Angler Gaming

Still heading in the right direction

Revenues and trading update suggest full-year estimates will be achieved

Revenues came in at EUR 10.3m for Q3, which represented growth of 21.6% y/y. Q4 has started off strongly, with daily revenues 36% above the average for Q4 2022. Growth y/y has been propelled by customer deposits expanding by 11% y/y and robust hold of 62.1%. EBIT reached EUR 1.1m, with a margin of 10.6% and growth of 47.6% y/y. The EBIT development stems partly from gross margins rising to 25.8%, up from 24.9% in Q3 2022.

Marginal estimate changes

We leave our estimates for the current year unchanged, as the strong trading update and gross margin trend suggest the company is heading in the right direction. Given the solid player inflows, we lift our revenue estimates by 2,5% for 2024–2025. For the same period, we expect EBITDA up an average of 1,2% thanks to gross margins strengthening further. Overall, we believe the company's initiatives to spur growth and profitability again have played out well in 2023. We reduce our EPS estimate for this year owing to FX-related costs.

Fair value reiterated

We leave our fair value for the forecast period unchanged. We consider the company now in a trend of being able to gradually increase its profitability and begin creating shareholder value. We see the initiatives it has taken in B2B will start to generate shareholder value, but we expect that more of a substantial impact on revenues from these needs to be seen before they can contribute to the company's valuation.

| Estimate changes | | | | Forecasts (EURm) | | | | Valuation and risk | | | | | | | | | | | | |
|--|--------|-------|-------|----------------------|------|-------|--------------|--------------------|--|-------------------|--|---|----------------------|--|---|--------------------|-----|-----|-----|-----|
| | 23e | 24e | 25e | | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | Fair value | SEK 7,0 - 7,2 | | | | | | | | | | |
| Total revenues | 0,7% | 2,9% | 2,1% | Total revenues | 2022 | 40 | 47 | 48 | Share price | SEK 4,1 | | | | | | | | | | |
| EBIT, adj. | 0,1% | 1,7% | 0,7% | Growth | 31 | 27% | 17% | 3% | Risk level | High | | | | | | | | | | |
| EPS, adj. | -11,0% | 2,0% | 0,8% | EBITDA, adj. | -28% | 4 | 5 | 6 | <div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">12-mth share price development</div> | | | | | | | | | | | |
| <div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Coming events</div> Q4 - report 20 February 2024 | | | | EBIT, adj. | 1 | 4 | 5 | 6 | | | | | | | | | | | | |
| | | | | EPS, adj. | 1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | | | | | | | | | | | | |
| <div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Company details (EURm)</div> Number of shares 75m Market capitalisation 30 Net debt -1 EV 29 Free float 92% Daily trading volume, average 0k Bloomberg Ticker ANGL SS EQUITY | | | | EPS growth, adj. | 0,0 | N.m. | 63% | 8% | | | | | | | | | | | | |
| | | | | Equity per share | N.m. | 0,1 | 0,1 | 0,2 | | | | | | | | | | | | |
| <div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Conflicts of interest</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Market maker</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transactions, 12 mth</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table> | | | | | Yes | No | Market maker | | ✓ | Certified adviser | | ✓ | Transactions, 12 mth | | ✓ | Dividend per share | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | | | | | Yes | No | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | Market maker | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | Certified adviser | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | Transactions, 12 mth | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | EBIT margin | 0,0 | 11,0% | 11,7% | 11,8% | | | | | | | | | | | | |
| | | | | ROE, adj. | 2,5% | 50,5% | 56,2% | 39,5% | | | | | | | | | | | | |
| | | | | ROCE, adj. | Neg. | 80,0% | 67,9% | 46,0% | | | | | | | | | | | | |
| | | | | EV/Sales | 7,9% | 0,7x | 0,6x | 0,6x | | | | | | | | | | | | |
| | | | | EV/EBITDA | 0,9x | 6,6 | 5,3 | 5,1 | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBIT | 36,6x | 6,6 | 5,3 | 5,1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| P/E, adj. | 37,2x | 10,9x | 6,7x | 6,1x | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Price/book value | 0,9x | 0,7x | 0,6x | 0,6x | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Dividend yield | 0,5x | 4,6% | 7,5% | 7,9% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| FCF yield | 0,0% | 32% | 19% | 18% | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Net debt/EBITDA | -1,5x | -0,3x | -0,9x | -1,7x | | | | | | | | | | | | | | | | |

Investment case

Flexibility: Thanks to its size and its own platform, Angler can be agile in the markets it chooses to act in. Its Maltese, Swedish, and Curacao licences provide it with the flexibility in selecting marketing investments and which types of games to offer.

Growing B2B business: Angler's proprietary platform is helping it to win B2B projects. These projects offer higher profitability and greater scalability than its gaming operator business. We believe the equity market overlooks this.

Solid balance sheet: Angler Gaming currently has no debt and strong cash flow generation. We expect the company to take advantage of its balance sheet in the coming years to make acquisitions or return capital to shareholders.

Company profile

Angler Gaming is active in the i-gaming industry, a cyclically sensitive area with high structural growth. We expect the industry to grow by 10–12% annually in the coming years, driven by a shift from land-based gambling and increased mobile and internet penetration. Angler Gaming operates in markets that many international players do not reach, which has historically brought it high margins and growth.

The international i-gambling market was worth USD 47bn in 2017 and is expected to grow by some 10–12% a year. We see two key growth drivers fuelling this. First, i-gambling still represents a relatively low share of total gambling. Online penetration in Sweden and the UK, which are considered among the most mature such markets, is around 50–70%. It is at less than 10% in many of Angler Gaming's markets. Moreover, we believe the vertical in which Angler is active – casino games – has the lowest online penetration, which can result in high growth. We also see a relatively low/negative correlation between that online gaming and the general business cycle. For example, gross winnings revenues in the UK and Ireland grew in 2008–2009 despite the economy as a whole shrinking.

Angler Gaming has previously reported strong key operational figures in its balance sheet and income statement. One key indicator that sticks out is that it has previously had the industry's highest EBIT per employee. We see two possible reasons for this, the first being that it can keep costs down by owning its own platform. Many other smaller companies in the sector use third-party platforms paid for out of their gross winnings revenues. Second, a small and dedicated team can move rapidly when launching new products and choosing markets. We believe the company is now starting to return to the profitable high growth it experienced in 2018–2020.

Valuation

We have used a DCF model to value Angler Gaming, arriving at a fair value of SEK 7.0–7.2.

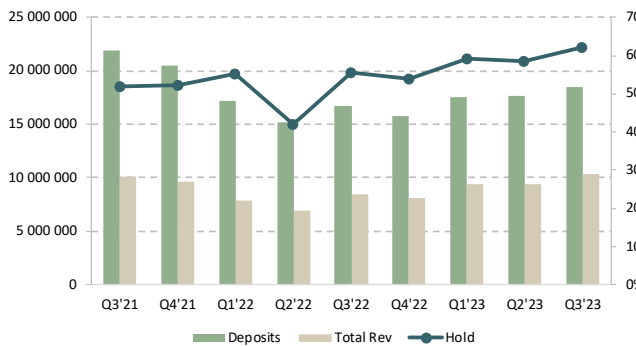
Brief overview of the quarter

Revenues came in at EUR 10.3m for the quarter, representing growth of 21.6% y/y. A strong contributory factor was that hold (net gaming revenues/customer deposits) rose to 62%, up from 56% in Q3 2022 and 59% in Q2 2023. New depositing customers were at 16,840, implying growth of 24% y/y. This was a quarter proving that Angler is taking large steps back towards solid growth.

The operating result was EUR 1.1m, with a margin of 10.6% and growth of 47.7% y/y. This robust growth stemmed from gross margins rising to 25.8% in the quarter from 24.9% in Q3 2022. We believe the gross margin will continue to trend upwards in the coming quarters thanks to the company's active work to end unprofitable contracts and negotiate down supplier costs.

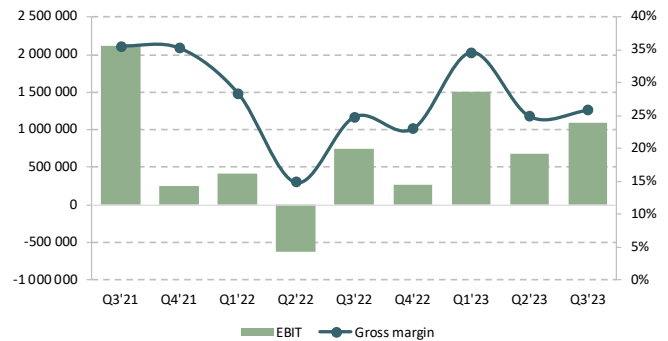
The company's affiliate investments in the South American market has shown solid KPIs but are still too small to contribute substantially to overall revenues. Following the end of the quarter, the company's B2B partnerships began to contribute to group revenues. We remain conservative in our estimates for this segment, however, until we see specific figures.

Solid hold contributed to growth q/q and y/y...



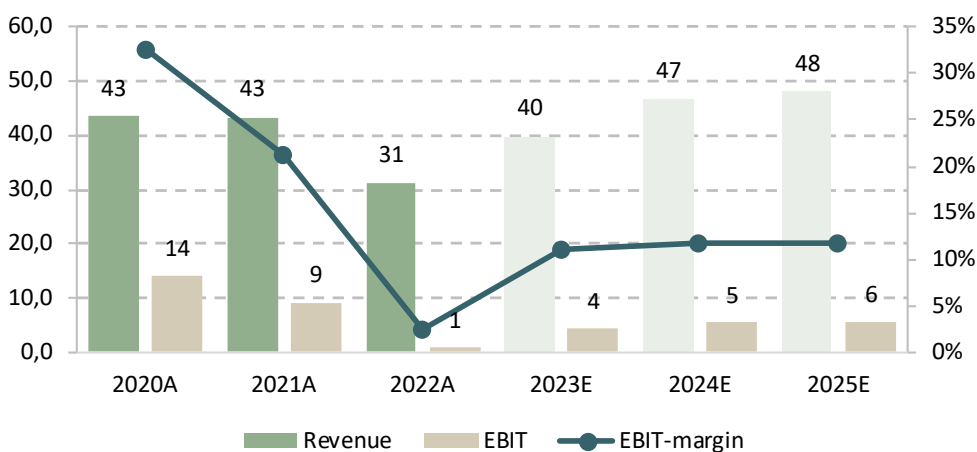
Source: Company, EPB, figures in EUR

...the gross margin driving solid EBIT growth (EUR)



Source: Company, EPB, figures in EUR

We believe the trough in the EBIT margin has been reached (EURm)



Source: EPB

Valuation

DCF

| Valuation output | | WACC assumptions | | Terminal value assumptions | |
|---|------------|-----------------------------|--------------|----------------------------|-------|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 16 | Risk free nominal rate | 2,5% | Long term growth rate | 2,0% |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 36 | Risk premium | 5,5% | Long term EBIT margin | 17,5% |
| Enterprise value | 52 | Extra risk premium | 6,0% | Depreciation (% of sales) | 2,0% |
| Latest net debt | -1 | Beta | 0,0 | Capex (% of sales) | 2,0% |
| Minority interests & other | 0 | Cost of equity | 16,0% | Working cap. (% of sales) | 86,1% |
| Equity value | 53 | Cost of debt (pre-tax) | 0,0% | Tax rate | 12% |
| No. of shares outstanding (millions) | 75 | Tax rate | 0% | | |
| Equity value per share | 7,1 | Target debt/(debt + equity) | 10% | | |
| | | WACC | 16,0% | | |

Sensitivity analysis

| | | Long-term growth rate | | | | | Long-term EBIT margin | | | | | | |
|-------------|--------------|-----------------------|------|------|------|------|-----------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | | | 12,5% | 15,0% | 17,5% | 20,0% | 22,5% |
| | 14,8% | 8,1 | 8,2 | 8,3 | 8,5 | 8,7 | | 14,8% | 5,1 | 6,7 | 8,3 | 10,0 | 11,6 |
| | 15,3% | 7,6 | 7,7 | 7,8 | 7,9 | 8,1 | | 15,3% | 4,7 | 6,3 | 7,8 | 9,4 | 10,9 |
| WACC | 15,8% | 7,1 | 7,2 | 7,3 | 7,4 | 7,6 | WACC | 15,8% | 4,4 | 5,9 | 7,3 | 8,8 | 10,2 |
| | 16,3% | 6,7 | 6,8 | 6,9 | 7,0 | 7,1 | | 16,3% | 4,1 | 5,5 | 6,9 | 8,2 | 9,6 |
| | 16,8% | 6,3 | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | | 16,8% | 3,8 | 5,2 | 6,5 | 7,8 | 9,1 |

Source: EPB

Income statement

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net sales | 13 | 18 | 29 | 43 | 43 | 31 | 40 | 47 | 48 |
| Total revenues | 13 | 18 | 29 | 43 | 43 | 31 | 40 | 47 | 48 |
| Cost of goods sold | -6 | -10 | -16 | -24 | -28 | -24 | -29 | -34 | -34 |
| Gross profits | 6 | 8 | 12 | 19 | 16 | 7 | 11 | 13 | 14 |
| R&D expenses | 0 | -2 | -3 | -2 | -2 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| Other operating costs | -1 | -2 | -2 | -3 | -5 | -5 | -5 | -6 | -6 |
| EBITDA | 5 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| EBITDA, adjusted | 5 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| EBITA, adjusted | 5 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| EBIT | 4 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| EBIT, adjusted | 4 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| Net financial items | 2 | 0 | 0 | -2 | -2 | -5 | -2 | -1 | -1 |
| Profit/loss before tax | 6 | 4 | 6 | 12 | 7 | -4 | 3 | 5 | 5 |
| Profit/loss before tax, adjusted | 6 | 4 | 6 | 12 | 7 | -4 | 3 | 5 | 5 |
| Net income | 6 | 4 | 6 | 12 | 7 | -3 | 3 | 5 | 5 |
| Net income, adjusted | 6 | 4 | 6 | 12 | 7 | -3 | 3 | 5 | 5 |
| <i>Revenue growth</i> | - | 47% | 55% | 52% | 0% | -28% | 27% | 17% | 3% |
| <i>Gross margin</i> | 49,4% | 43,5% | 42,5% | 44,2% | 35,7% | 23,1% | 28,3% | 28,0% | 29,0% |
| <i>EBIT margin, adjusted</i> | 35,8% | 24,5% | 23,4% | 32,5% | 21,3% | 2,5% | 11,0% | 11,7% | 11,8% |
| <i>EPS, adjusted</i> | 0,08 | 0,06 | 0,08 | 0,15 | 0,10 | -0,05 | 0,04 | 0,06 | 0,07 |
| <i>EPS growth, adjusted</i> | - | -31% | 39% | 89% | -37% | N.m. | N.m. | 63% | 8% |

Source: Angler Gaming, EPB

Cash flow analysis

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| EBIT | 4 | 5 | 7 | 14 | 9 | 1 | 4 | 5 | 6 |
| Other cash flow items | 2 | 0 | 0 | -2 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Changes in working capital | -1 | -2 | -2 | -1 | -2 | 1 | 5 | 0 | 0 |
| Cash flows from operating activities | 6 | 2 | 5 | 10 | 5 | 1 | 10 | 6 | 6 |
| Investments in intangible fixed assets | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flows from investment activities | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Free cash flows | 3 | 2 | 5 | 10 | 5 | 1 | 10 | 6 | 6 |
| Changes in liabilities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends | 0 | -3 | -3 | -5 | -9 | -6 | 0 | -2 | -2 |
| Cash flows from financing activities | 0 | -3 | -3 | -5 | -9 | -5 | 0 | -2 | -2 |
| Cash flows | 3 | -1 | 1 | 5 | -4 | -4 | 10 | 4 | 3 |
| Net debt | -4 | -3 | -5 | -10 | -6 | -1 | -2 | -5 | -10 |

Source: Angler Gaming, EPB

Balance sheet

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ASSETS | | | | | | | | | |
| Other intangible assets | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Total fixed assets | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Trade receivables | 2 | 5 | 6 | 10 | 12 | 8 | 9 | 11 | 11 |
| Cash and cash equivalents and short-term investments | 4 | 3 | 5 | 10 | 6 | 1 | 2 | 5 | 10 |
| Total current assets | 6 | 8 | 11 | 19 | 18 | 9 | 10 | 16 | 21 |
| TOTAL ASSETS | 7 | 9 | 12 | 21 | 19 | 10 | 12 | 17 | 22 |
| EQUITY AND LIABILITIES | | | | | | | | | |
| Equity | 6 | 7 | 10 | 16 | 15 | 5 | 6 | 10 | 15 |
| Total equity | 6 | 7 | 10 | 16 | 15 | 5 | 6 | 10 | 15 |
| Trade payables | 1 | 1 | 2 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 | 7 |
| Total current liabilities | 1 | 2 | 2 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 | 7 |
| TOTAL EQUITY AND LIABILITIES | 7 | 9 | 12 | 21 | 19 | 10 | 12 | 17 | 22 |

Source: Angler Gaming, EPB

Growth and margins

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue growth | - | 47% | 55% | 52% | 0% | -28% | 27% | 17% | 3% |
| EBITDA growth, adjusted | - | -1% | 45% | >100% | -34% | -91% | >100% | 24% | 4% |
| EBIT growth, adjusted | - | 1% | 48% | >100% | -34% | -92% | >100% | 24% | 4% |
| EPS growth, adjusted | - | -31% | 39% | 89% | -37% | N.m. | N.m. | 63% | 8% |
| Gross margin | 49,4% | 43,5% | 42,5% | 44,2% | 35,7% | 23,1% | 28,3% | 28,0% | 29,0% |
| EBITDA margin | 37,2% | 25,2% | 23,6% | 32,5% | 21,4% | 2,5% | 11,0% | 11,7% | 11,8% |
| EBITDA margin, adjusted | 37,2% | 25,2% | 23,6% | 32,5% | 21,4% | 2,5% | 11,0% | 11,7% | 11,8% |
| EBIT margin | 35,8% | 24,5% | 23,4% | 32,5% | 21,3% | 2,5% | 11,0% | 11,7% | 11,8% |
| EBIT margin, adjusted | 35,8% | 24,5% | 23,4% | 32,5% | 21,3% | 2,5% | 11,0% | 11,7% | 11,8% |
| Profit margin, adjusted | 50,9% | 23,8% | 21,4% | 26,5% | 16,8% | Neg. | 6,9% | 9,7% | 10,2% |

Source: Angler Gaming, EPB

Profitability

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| ROE, adjusted | Neg. | 64% | 69% | 87% | 47% | Neg. | 50% | 56% | 40% |
| ROCE, adjusted | Neg. | 66% | 76% | >100% | 59% | 8% | 80% | 68% | 46% |
| ROIC, adjusted | Neg. | >100% | >100% | >100% | >100% | 12% | >100% | >100% | >100% |

Source: Angler Gaming, EPB

Capital efficiency

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Trade receivables / total revenues | 18% | 27% | 22% | 22% | 28% | 25% | 22% | 24% | 22% |
| Trade payables / cost of sales | 14% | 14% | 11% | 15% | 14% | 22% | 20% | 22% | 21% |
| Total current liabilities / total expenses | 13% | 12% | 9% | 14% | 13% | 17% | 16% | 18% | 17% |
| Working capital / total revenues | 10% | 18% | 16% | 13% | 18% | 8% | 8% | 8% | 7% |
| Capital turnover rate | 2,0x | 2,5x | 2,8x | 2,6x | 2,9x | 6,4x | 6,6x | 4,7x | 3,3x |

Source: Angler Gaming, EPB

Financial position

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net debt | -4 | -3 | -5 | -10 | -6 | -1 | -2 | -5 | -10 |
| Equity asset ratio | 87% | 82% | 84% | 80% | 77% | 48% | 52% | 58% | 67% |
| Net debt/equity ratio | -0,6x | -0,4x | -0,4x | -0,6x | -0,4x | -0,2x | -0,2x | -0,5x | -0,7x |
| Net debt / EBITDA | -0,8x | -0,6x | -0,7x | -0,7x | -0,6x | -1,5x | -0,3x | -0,9x | -1,7x |

Source: Angler Gaming, EPB

Share data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,08 | 0,06 | 0,08 | 0,15 | 0,10 | -0,05 | 0,04 | 0,06 | 0,07 |
| EPS, adjusted | 0,08 | 0,06 | 0,08 | 0,15 | 0,10 | -0,05 | 0,04 | 0,06 | 0,07 |
| FCF per share | 0,04 | 0,03 | 0,06 | 0,14 | 0,07 | 0,01 | 0,13 | 0,08 | 0,07 |
| Dividend per share | 0,05 | 0,04 | 0,05 | 0,12 | 0,09 | 0,00 | 0,02 | 0,03 | 0,03 |
| Equity per share | 0,08 | 0,10 | 0,14 | 0,22 | 0,20 | 0,07 | 0,08 | 0,13 | 0,20 |
| Number of shares at year-end, m | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 |
| Number of shares after dilution, average | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 |

Source: Angler Gaming, EPB

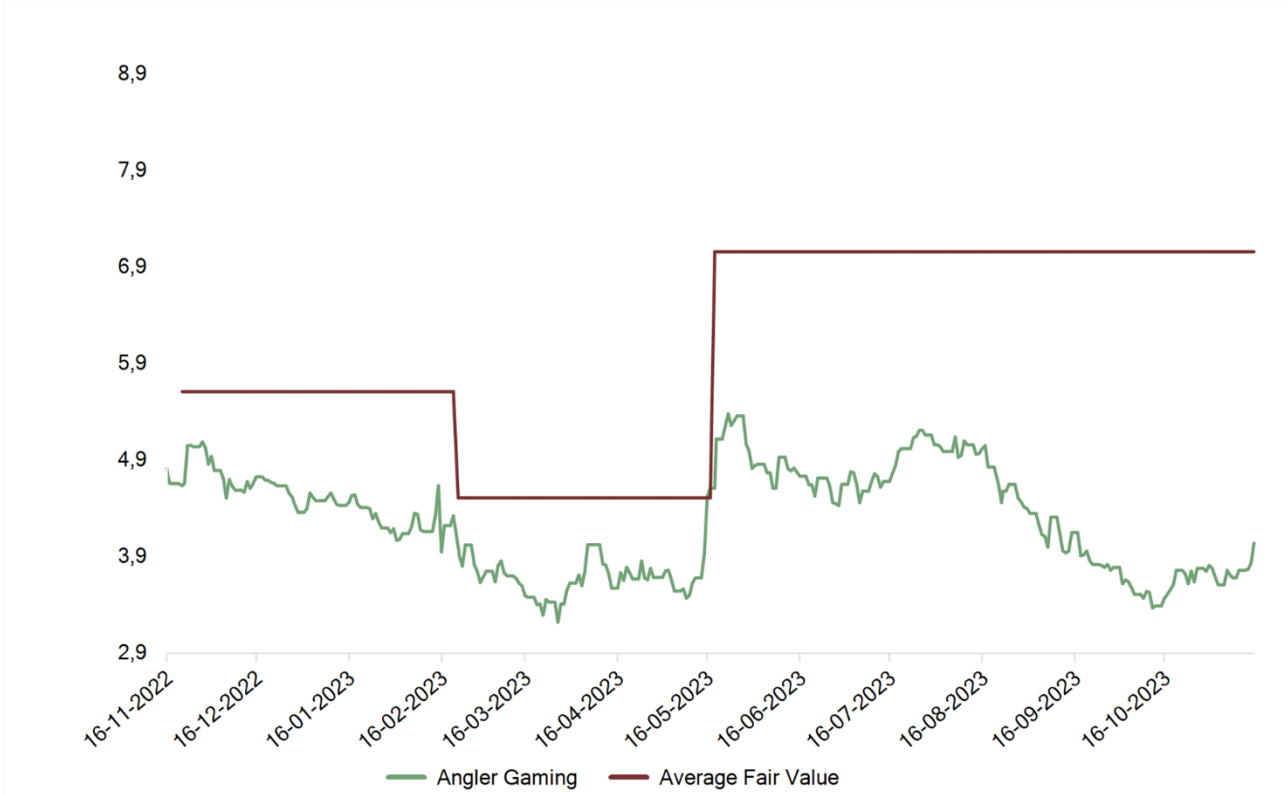
Valuation

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, adjusted | | | 0,3x | 2,6x | 1,1x | Neg. | 6,7x | 6,1x | 10,9x |
| Price/book value | | | 0,2x | 1,8x | 0,5x | 0,5x | 3,0x | 2,0x | 5,0x |
| P/FCF | | | 0,4x | 2,9x | 1,5x | 2,8x | 5,2x | 5,5x | 3,1x |
| FCF yield | | | 16% | 34% | 66% | 36% | 32% | 19% | 18% |
| Dividend yield | | | 12,9% | 29,9% | 21,2% | 0,0% | 4,6% | 7,5% | 7,9% |
| Payout ratio, adjusted | | | 63,6% | 78,1% | 87,6% | 0,0% | 50,0% | 50,0% | 48,4% |
| EV/Sales | | | 0,9x | 0,5x | 0,6x | 0,9x | 0,7x | 0,6x | 0,6x |
| EV/EBITDA, adjusted | | | 3,8x | 1,5x | 2,6x | 36,6x | 6,6 | 5,3 | 5,1 |
| EV/EBIT, adjusted | | | 3,8x | 1,5x | 2,6x | 37,2x | 6,6 | 5,3 | 5,1 |
| EV | | | 26 | 21 | 24 | 29 | 1 | 1 | 1 |
| Share price | | | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |

Source: Angler Gaming, EPB

Share price and average fair value

Angler Gaming (ANGL SS EQUITY)



Source: 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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