



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Internet, Mjukvara &amp; Tjänster | Sverige | 31 oktober 2023

# VO2 Cap Holding

## Stark tillväxt inom AdTech i Q3

### Stark AdTech-tillväxt understryker styrkor i affärsmodellen

VO2s intäkter för Q3 uppgick till 74,8 mkr (108,9 mkr). Justerat för att Netric har uppdaterat sin intäktsredovisning var tillväxten 24% och den organiska tillväxten -3%. AdTech var starkt bidragande med tillväxt om 183% y/y, delvis förvärvsdrivet, men Livewrapped och Madington växte 40% respektive 56%. Bland övriga segment växer Agency, (D)OOH-intäkterna minskar mot tuffa jämförelsetal och Display-intäkterna minskar, primärt drivet av intäktsredovisningen i Netric. AdTech-tillväxten understryker ett konkurrenskraftigt produkterbjudande i respektive dotterbolag, men även synergieffekterna som möjliggjorts efter förvärv.

### Justerad EBITDA-marginal om ca 5%

EBITDA uppgick till 17,7 mkr (7,6 mkr) primärt drivet av omvärderingar av tilläggsköpeskillningar om totalt 14,1 mkr som relaterar till förvärv från 2022–2023. Justerad EBITDA-marginal uppgick 4,8%. EBIT-marginalen uppgick till 3,7%. VO2 kommenterar att tre dotterbolag under Q1'24 kommer att flytta till samma adress, vilket medför besparingar om 4 mkr för 2024.

### Justeringar

Den goda tillväxten och de nya avtalen inom AdTech, samt i investeringarna i stärkt position inom (D)OOH lägger en grund för VO2 att uppvisa god tillväxt och marginalexpansion under 2024. Det fortsatt osäkra marknadsläget, kombinerat med utvecklingen inom vissa segment i relation till våra förväntningar, gör dock att vi justerar ned våra intäktsprognoser för 2023. För 2024-2025e höjer vi prognoserna för AdTech, men ser lägre intäkter inom övriga segment. Vi ser ett nytt motiverat värde om 6,5 – 7,0 kr per aktie (8,0 – 8,5 kr).

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23	24	25	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	6,5 - 7,0 SEK	
Totala intäkter	-9,0%	-8,4%	-6,4%	499	371	419	469	Aktiekurs	3,9 SEK	
EBITDA, just.	-5,7%	-12,4%	-11,9%	Tillväxt	70%	-26%	13%	12%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	N/M	-21,9%	-18,0%	EBITDA, just.	28	20	48	72	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser			EBIT	18	9	31	57			
Q4 - rapport	09 februari 2024		EPS, just.	-0,3	-0,3	0,4	0,8			
Bolagsfakta (mSEK)			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	90%			
Antal aktier	53m		EK/aktie	4,0	4,2	4,6	5,4			
Börsvärde	210		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Nettoskuld	115		EBIT-marginal	3,9%	2,6%	7,5%	12,2%			
EV	325		ROE, just.	Neg.	Neg.	9,7%	16,1%			
Free float	24%		ROCE, just.	Neg.	Neg.	11,2%	18,7%			
Daglig handelsvolym, snitt	16k		EV/Sales	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x			
Bloomberg Ticker	VO2 SS EQUITY		EV/EBITDA	14,9x	16,7x	6,8x	4,5x			
Analytiker			EV/EBIT	-48,4x	-26,8x	10,4x	5,7x	Intressekonflikter		
Hjalmar Jernström			P/E, just.	-21,9x	-14,7x	9,2x	4,8x	Yes	No	
hjalmar.jernstrom@penser.se			P/EK	1,5x	0,9x	0,8x	0,7x	Likviditetsgarant	✓	
			FCF yield	-2%	-4%	19%	24%	Certified adviser	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,7x	0,6x	-0,3x	Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

VO2 Cap Holding (VO2) äger helt eller delvis åtta bolag inom medie- och techindustrin, med god lönsamhet och lång historik av god tillväxt. VO2 har historiskt genomfört flera förvärv, samtidigt som de förvärvade bolagen redovisat organisk tillväxt på marknadsledande nivåer. Förvärvsstrategin baseras på tydliga finansiella och operationella kriterier, samtidigt som VO2 möjliggör för tydliga synergier inom koncernen, där förvärvade bolag kan accelerera sin tillväxt genom bland annat korsförsäljning, samt tillgång till kompetens för affärsutveckling. Vi bedömer att VO2 har en stark historik av att möjliggöra synergier för förvärvade bolag, samtidigt som många av bolagen är exponerade mot nischade delar av mediemarknaden, där tillväxten är avsevärt kraftigare än tillväxten för mediemarknaden som helhet.

VO2 har uppvisat en organisk försäljningstillväxt som historiskt överträffat marknadstillväxten, samtidigt som bolaget förvärvar bolag med ihållande och stabil lönsamhet. Vi bedömer dessutom att bolagen har en tydlig skalbarhet, vilket skapar en attraktiv dynamik när dotterbolag integreras och accelererar tillväxten. Utöver detta anser vi att ledning och styrelse i både ägarbolag och dotterbolag har lång och relevant erfarenhet av den svenska medie- och techmarknaden.

## Bolagsbeskrivning

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 techbolag med starka finansiella profiler, nischade segmentexponeringar och starka historiska utvecklingar. 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 helt eller delvis åtta bolag: Leeads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owilli, Zalster, Locads och Madington. 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 6,50 – 7,00 kr per aktie (8,00 – 8,50 kr per aktie)

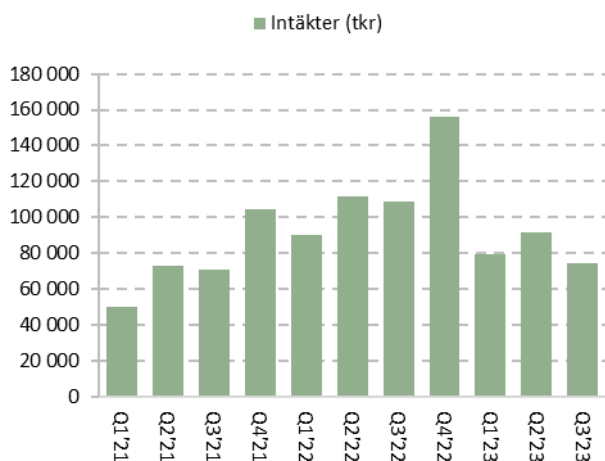
## Kvartalet i detalj

VO2 redovisade intäkter för Q3 som uppgick till 74,8 mkr (108,9 mkr), där förändringen i likhet med tidigare kvartal under 2023 varit driven av förändrad intäktsredovisning för Netric Sales. Justerad tillväxt uppgick till 24% och justerad organisk tillväxt uppgick till -3%. AdTech växer starkt, i enlighet med de indikationer vi fick inför Q3-rapporten. Även Agency-intäkterna växer y/y. (D)OOH-intäkterna minskar i stället, men mötte tuffa jämförelsetal som relaterade till exempelvis valkampanjer som präglade marknaden under Q3'22. Display-intäkterna minskar, primärt drivet av den justerade redovisningsmetoden.

EBITDA uppgick till 17,7 mkr (7,6 mkr) primärt drivet av omvärderingar av tilläggsköpeskillningar om totalt 14,1 mkr som relaterar till förvärv från 2022–2023. Justerad EBITDA-marginal uppgick 4,8%. EBIT-marginalen uppgick till 3,7%. VO2 kommenterar att tre dotterbolag under Q1'24 kommer att flytta till samma adress, vilket medför besparingar om 4 mkr för 2024.

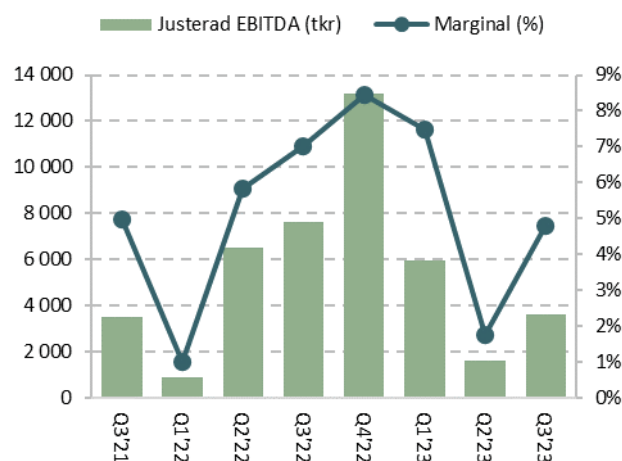
Livewrapped och Madington redovisade stark tillväxt om 40% och 56%, vilket understryker bolagens starka produktbudande samtidigt som det understryker synergieffekterna som realiserar inom koncernen. Under Q3 tecknade Livewrapped avtal med Eniro och Leeads tecknade ett försäljningsuppdrag åt Smart City Charger till ett uppskattat värde om 50–60 mkr över en femårsperiod.

Diagram 1: Intäkter (tkr)



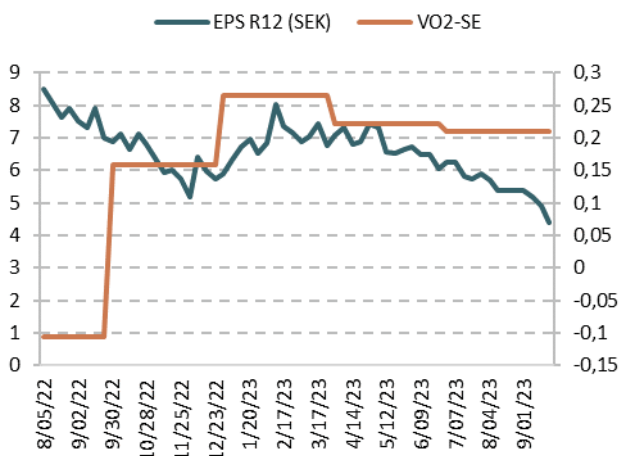
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EBITDA (justerad) och marginal (%)



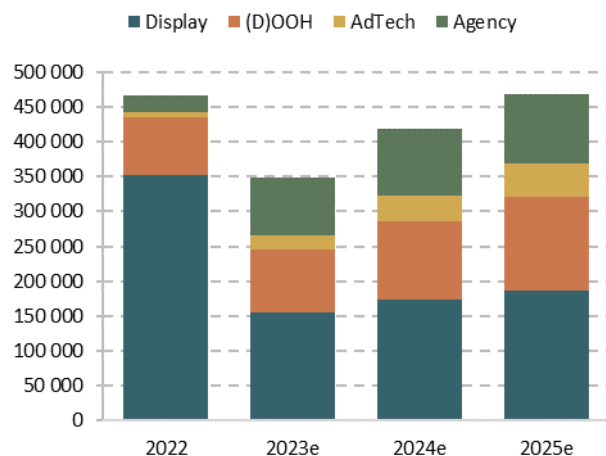
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: EPS och aktiekurs (SEK)



Källa: Factset

Diagram 4: Omsättningsprognoser (EPB)



Källa: EPB

## Estimatjusteringar och värdering

### Estimatjusteringar

Vi justerar våra intäktsprognoser för helåret 2023 för att reflektera lägre tillväxtförväntningar inom Agency, (D)OOH och Display, men högre tillväxt än prognosticerat för AdTech. Justeringarna kommer primärt efter ett fortsatt osäkert marknadsläge och indikationer från marknadsdata för utvecklingen på både digital- och utomhusmarknaden. Vi ser samtidigt goda möjligheter för VO2 att överträffa marknadstillväxten under prognosperioden, i enlighet med vad många av dotterbolagen gjort under en längre tid. Diagram 4 sammanfattar våra prognoser per redovisningssegment.

### Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi värderar VO2 med en multipel för 2024e om 9x EBITDA. I övrigt justerar vi värderingen för nettoskuld som inkluderar räntebärande upplåning, leasingskulder samt diskonterade värdet av tilläggsköpeskillingar. Vi ser ett nytt motiverat värde om 6,50 – 7,00 (8,00 – 8,50 kr) per aktie där multipelansatsen indikerar ett värde om 6,3 kr per aktie (7 kr) och DCF-modellen indikerar ett värde om 7 kr per aktie (8 kr).

### Multipelansats

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering		Nettoskuldkomponenter		Känslighetsanalys				
				Multipel (EBITDA 2024e x)				
				7	9	11	13	
Multipel (EBITDA 2024e x)	9	Räntebärande skuld	26 409	Motiverat värde (SEK)	4,5	6,3	8,1	9,9
EBITDA 2024e	47 954	Leasingskulder	16 066					
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>453 168</b>	Tilläggsköpesk.	99 944					
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	15 216	Kassa och Bank	27 259					
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	99 944	<b>Nettoskuld</b>	<b>115 160</b>					
<b>Eget kapital</b>	<b>338 008</b>							
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481							
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>6,3</b>							

Källa: EPB

### DCF-modell

Tabell 2: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	329 290	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	169 519	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>498 809</b>	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	15 216	Extra riskpremie	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	99 944	<b>WACC</b>	<b>12,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
<b>Eget kapital</b>	<b>383 649</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>7</b>				

Källa: EPB

Nedan sammanfattas känslighetstabell för centrala antaganden.

Tabell 3: Känslighetstabell

		Långsiktig tillväxt							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%	8	8	8	9	9		11,0%	7	8	8	9	9
	11,5%	7	7	8	8	8		11,5%	7	7	8	8	9
WACC	12,0%	7	7	7	7	8	WACC	12,0%	6	7	7	8	8
	12,5%	6	7	7	7	7		12,5%	6	6	7	7	8
	13,0%	6	6	6	7	7		13,0%	6	6	6	7	7

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Nettoomsättning</b>	<b>292</b>	<b>467</b>	<b>349</b>	<b>418</b>	<b>469</b>
Övriga rörelseintäkter	1	32	22	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>293</b>	<b>499</b>	<b>371</b>	<b>419</b>	<b>469</b>
Kostnad sålda varor	-235	-349	-199	-226	-244
<b>Bruttoresultat</b>	<b>57</b>	<b>150</b>	<b>172</b>	<b>193</b>	<b>226</b>
Försäljningskostnader	-35	-70	-102	-117	-126
Övriga rörelsekostnader	-27	-24	-29	-28	-28
<b>EBITDA</b>	<b>-5</b>	<b>55</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>72</b>
Jämförelsestörande poster	12	27	21	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>48</b>	<b>72</b>
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>48</b>	<b>71</b>
Amortering	-6	-36	-32	-16	-14
<b>EBIT</b>	<b>-10</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>57</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>31</b>	<b>57</b>
Finansnetto	0	-2	-3	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-11</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>29</b>	<b>55</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>29</b>	<b>55</b>
Total skatt	0	-3	1	-6	-12
<b>Nettoresultat</b>	<b>-11</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>23</b>	<b>43</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>23</b>	<b>43</b>
Intäkstillväxt	-	70%	-26%	13%	12%
Bruttomarginal	19,7%	32,1%	49,3%	46,2%	48,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%	12,2%
EPS, justerad	-0,45	-0,27	-0,27	0,43	0,81
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	90%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	-10	18	9	31	57
Övriga kassaflödesposter	13	0	8	8	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-3	2	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>52</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-22	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>1</b>	<b>-38</b>	<b>-23</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>41</b>	<b>51</b>
Nyemission / återköp	0	21	13	0	0
Förändring av skulder	22	12	-3	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-5	-5	-5
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>-5</b>	<b>32</b>	<b>43</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>34</b>	<b>93</b>	<b>68</b>	<b>28</b>	<b>-23</b>

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Balansräkning

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TILLGÅNGAR</b>					
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	2	-7	-14
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>195</b>	<b>360</b>	<b>351</b>	<b>336</b>	<b>322</b>
Kundfordringar	58	80	52	63	70
Övriga omsättningstillgångar	43	18	15	18	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	36	68	111
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>103</b>	<b>149</b>	<b>202</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>454</b>	<b>485</b>	<b>524</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	152	205	225	247	291
<b>Summa eget kapital</b>	<b>152</b>	<b>205</b>	<b>225</b>	<b>247</b>	<b>291</b>
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	21	18	16
Långfristiga leasingskulder	13	13	9	6	2
Övriga långfristiga skulder	28	102	81	81	81
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>58</b>	<b>139</b>	<b>111</b>	<b>105</b>	<b>98</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9
Leverantörsskulder	51	59	49	54	56
Kortfristiga leasingskulder	6	11	10	8	7
Övriga kortfristiga skulder	45	75	51	61	63
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>108</b>	<b>154</b>	<b>119</b>	<b>132</b>	<b>135</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>454</b>	<b>485</b>	<b>524</b>

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024	2025
Intäkstillväxt	-	70%	-26%	13%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	-31%	>100%	49%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	82%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	90%
Bruttomarginal	19,7%	32,1%	49,3%	46,2%	48,2%
EBITDA-marginal	Neg.	11,8%	11,7%	11,5%	15,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	6,0%	5,6%	11,5%	15,3%
EBIT-marginal	Neg.	3,9%	2,6%	7,5%	12,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%	12,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	5,5%	9,3%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Avkastning

	2021	2022	2023	2024	2025
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	10%	16%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	11%	19%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	11%	21%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024	2025
Kundfordringar / totala intäkter	20%	16%	14%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	24%	24%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	35%	36%	36%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-7%	-9%	-8%	-6%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,9x	1,4x	1,5x	1,4x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoskuld	34	93	68	28	-23
Soliditet	48%	41%	49%	51%	55%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,3x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-7,2x	1,7x	1,7x	0,6x	-0,3x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Aktiedata

	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	-0,22	0,26	0,13	0,43	0,81
EPS, justerad	-0,45	-0,27	-0,27	0,43	0,81
FCF per aktie	0,05	-0,14	-0,17	0,76	0,96
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,20	4,63	5,44
Antal aktier vid årets slut, m	49,2	51,4	53,5	53,5	53,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,2	51,4	53,5	53,5	53,5

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

## Värdering

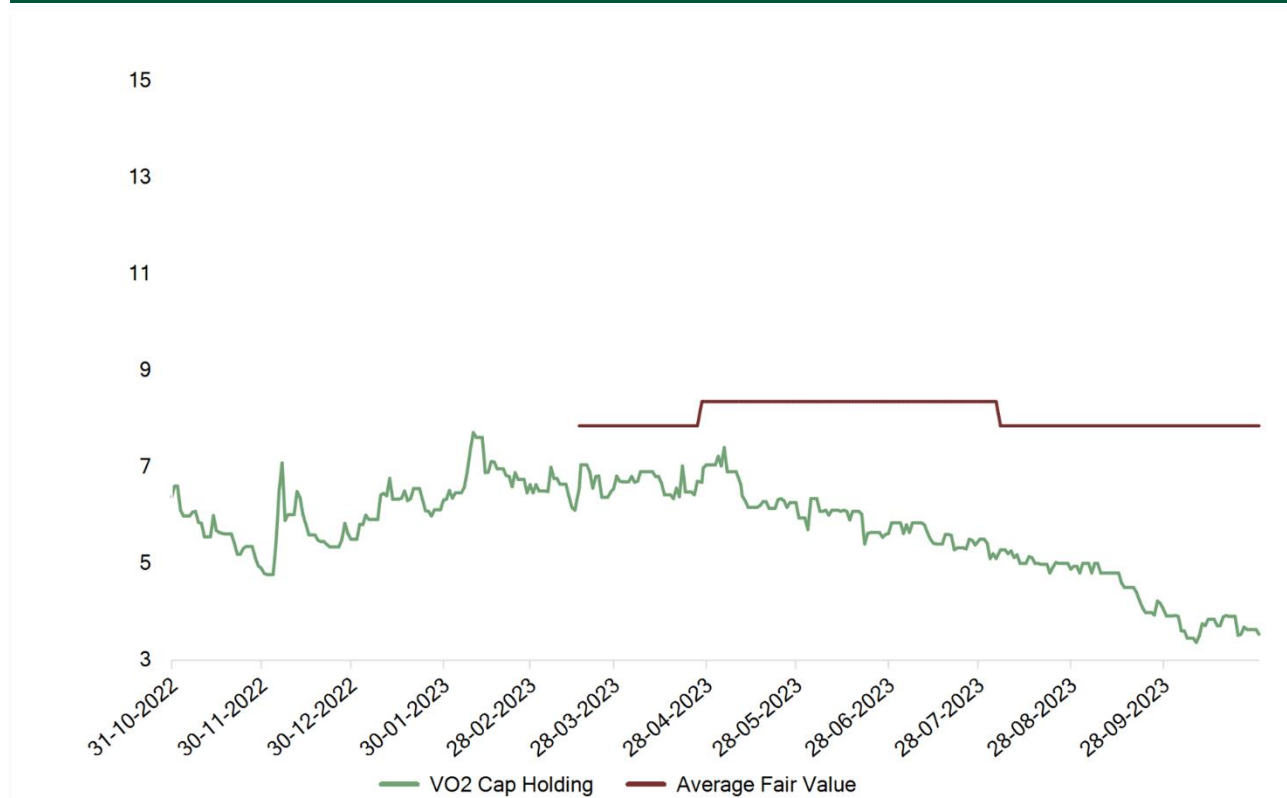
	2021	2022	2023	2024	2025
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9,2x	4,8x
P/EK	5,1x	1,5x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	292,0x	Neg.	Neg.	5,2x	4,1x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	19%	24%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,8x	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	14,1x	16,9x	6,9x	4,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	10,5x	5,8x
EV	809	397	331	331	331
Aktiekurs	15,7	5,9	4,0	4,0	4,0

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 (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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 kraftig 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

### 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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

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](http://www.penser.se)