



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 10 november 2023

Checkin.com Group

Nått nya nivåer av tillväxt och lönsamhet

Stark lönsamhet och tillväxt

Omsättningen i kvartalet uppgick till 29,9 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 76% y/y. Siffran är i linje med uppdateringen av ARR som översteg 125 mkr i oktober. Drivande i tillväxten var NRR som nådde 173%. Anledningen till den starka utvecklingen är det globala flygbolaget som under året kraftigt utökade användandet av Checkins mjukvara. EBITDA uppgick till 10,9 mkr, vilket motsvarar en marginal om 36%. Bolaget slår således nya finansiella mål om organisk tillväxt per aktie + EBITDA-marginal >80% med råge.

Justerar våra estimat för att reflektera nya finansiella mål...

Baserat på den nya målsättningen sänker vi våra estimat för totala intäkter med 4,5% 2024 och 13,4% 2025. Den lägre försäljningen gör att EBITDA sjunker med i snitt 11% under samma period. Trots justeringen av estimat så förblir Checkin ett av de bolag med starkast kombination av tillväxt och lönsamhet de kommande åren bland de mjukvarubolag vi har i vårt univers. Vi bedömer att de nya finansiella målen bättre reflekterar rådande marknadsklimat då fokus på lönsam tillväxt är överordnat tillväxt till varje pris.

...men bibehåller motiverat värde

Checkin står ut bland de nordiska mjukvarubolagen för det höga värdeskapandet bolaget har. Värdeskapande är av oss definierat som snittförsäljningstillväxt under perioden 2024–2025 + snitt EBITDA-marginalen över samma period. Vår definition med värdeskapande liknar basen för Checkins mål. Trots våra justeringar av estimaten lämnar vi vårt motiverade värde oförändrat. Vi anser att Checkin är ett av de mest intressanta mjukvarubolagen på Stockholmsbörsen och anser att man kommande kvartal kommer kunna slå sina finansiella mål, vilket kommer kunna driva kursen. Vi bedömer att en fortsatt stark NRR kommer vara den främsta drivkraften bakom tillväxten i närtid.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk				
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	64,0 - 65,0 SEK		
Totala intäkter	2,6%	-4,5%	-13,4%	98	137	216	338	Aktiekurs	41,4 SEK		
EBITDA, just.	10,1%	-12,0%	-9,2%	Tillväxt	73%	39%	58%	Riskenivå	Medel		
EPS, just.	nm	-18,1%	-12,3%	EBITDA, just.	6	31	54	Kursutveckling 12 mån 			
Kommande händelser			EBIT, just.	-7	10	33	82				
Q4 - rapport	15 februari 2024		EPS, just.	-0,3	0,2	0,8	2,1				
Q1 - rapport	08 maj 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	>100%				
Bolagsfakta (mSEK)			EBIT-marginal	Neg.	8,9%	17,7%	26,8%				
Antal aktier	30m		ROE, just.	Neg.	2,7%	10,6%	23,2%				
Börsvärde	1 236		ROCE, just.	Neg.	4,2%	13,2%	28,1%				
Nettoskuld	-14		EV/Sales	10,5x	8,9x	5,7x	3,6x				
EV	1 222		EV/EBITDA	187,6x	40,0x	22,6x	11,5x				
Free float	48%		EV/EBIT	-150,5x	125,6x	37,3x	14,8x				
Daglig handelsvolym, snitt	12k		P/E, just.	-139,3x	213,0x	50,6x	19,4x	Intressekonflikter			
Bloomberg Ticker	CHECK SS EQUITY		FCF yield	-4%	-1%	1%	4%			Yes	No
Analytiker			Nettoskuld/EBITDA	-4,2x	-0,7x	-0,6x	-0,8x			Likviditetsgarant	✓
Rikard Engberg								Certified adviser	✓		
rikard.engberg@penser.se								Transaktioner 12m		✓	

Investment case

Hög ROI på produkt: Vi bedömer att en implementering av Checkins tjänster har en hög ROI hos slutkunder då de förbättrar konvertering under registrering. Detta har bevisats av att bolagets NRR som historiskt varit hög, vilket tyder på att man ser en kraftig volymtillväxt hos kunder efter implementering.

Starka regulatoriska trender: Checkin har historiskt varit starka inom i-gaming, en industri som under de senaste åren har reglerats kraftigt med ökade krav på KYC, AML och affordability checks. Kraven på denna industri har gjort att Checkin har möjlighet att möta liknande trender som nu sker online inom t.ex. fintech, resebranschen och andra branscher som drivs av transaktioner online.

Har nått viktiga milstolpar kopplat till omsättning och tillväxt: Under våren 2023 utökade ett ledande europeiskt flygbolag användandet av Checkins tjänster. Detta ledde till en kraftig acceleration i tillväxt och att bolaget i oktober 2023 passerade en ARR om 125 mkr och 100 mkr i juli samma år. Detta visar att Checkin nu är redo för större kunder än historiskt, vilket kommer vara en katalysator för framtida tillväxt. Under Q3 har samarbetet med ett ledande fintech bolag lett till att Checkins mjukvara nu är integrerad, vilket gör att denna kund bedöms kunna generera intäkter i en snar framtid. Vidare har Checkin en stark balansräkning och letar kontinuerligt efter kompletterande förvärv, vilket vi bedömer kommer kunna accelerera tillväxten ytterligare.

Bolagsprofil

Checkin tillhandahåller en mjukvara som underlättar inloggning och registrering av produkter och tjänster online. Bolaget har valt att fokusera på bland annat resebranschen, i-gaming, fintech och andra internetbaserade industrier. Dessa industrier har hög strukturell tillväxt och lättroliga slutanvändare, vilket gör att satsningar på optimering av checkinflödet ger en hög ROI. En stor del av efterfrågan på denna typ av tjänst är regulatoriskt driven, vilket gör att vi ser en fortsatt hög strukturell tillväxt. Historiskt har Checkin haft i-gaming industrin som sin största industri, men har nu diversifierat sig och denna industri är nu i minoritet.

Checkin skiljer sig från många av de andra noterade SaaS-bolagen på Stockholmsbörsen då man främst opererar globalt. Detta tillsammans med starka operationella KPI:er (nyckeltal) gör att vi tror att bolaget kommer fortsätta leverera en organisk tillväxt per aktie + EBITDA-marginal över 80% kommande kvartal.

Sammanfattningsvis bedömer vi att den starka strukturella tillväxten i Checkins fokusvertikaler gör att en kraftig tillväxtresa är att vänta. Vi ser förvärv som kan stärka ARPU (Snittintäkt per kund) i närtid samt nyheter kring större kunder som den främsta triggern.

Värdering

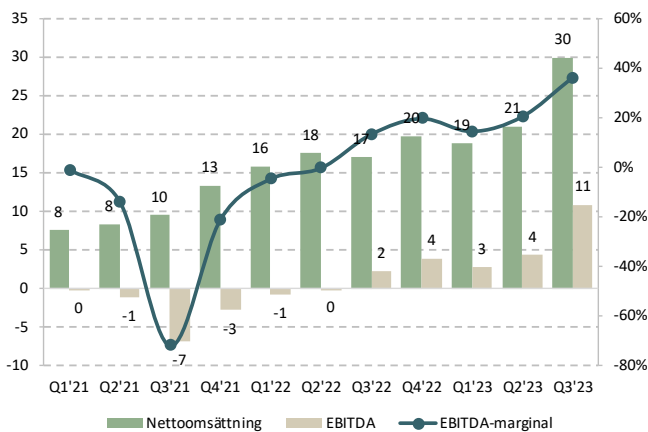
Vi har valt att fokusera på värdeskapande i vår värdering, av oss definierat som summan av snitttillväxt under perioden 2024–2025 och snitt EBITDA-marginal under perioden 2024–2025. Checkin sticker ut bland bolagen i vårt univers för ett högt värdeskapande, vilket vi inte anser reflekteras i dagens kurs. Givet värdeskapandet de kommande åren ser vi ett motiverat värde om 64-65 kr.

Kvartalet i korthet

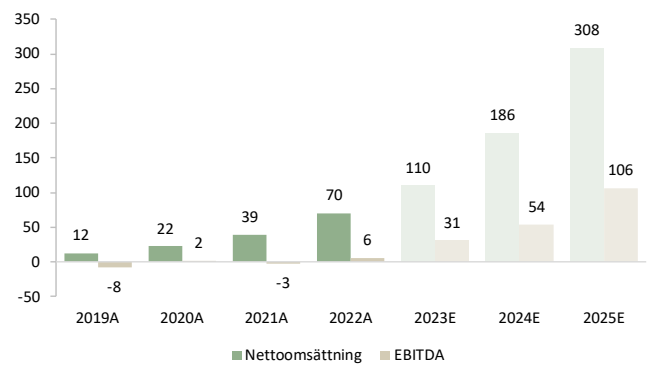
EBITDA i kvartalet uppgick till 10,8 mkr, vilket motsvarar en marginal om 36%. Drivande i marginalexpansionen mot tidigare kvartal är att bruttomarginalen fortsätter vara kring 85%. Den starka tillväxten gör att marknadsföringsinvesteringar som del av omsättningen sjunker till 14% av omsättningen i kvartalet. Vi bedömer att denna kvot kommer stiga framöver.

Under kvartalet har ett ledande svenskt fintech-bolag integrerat Checkins mjukvara. Bolaget bedömer att avtalet kan börja generera intäkter i närtid. Vi ser detta som mycket positivt, men precis som med det ledande flygbolaget bedömer vi att tillväxten kommer att komma över tid, då denna typ av kunder väljer att implementera mjukvara succesivt, precis som vi såg med det ledande flygbolaget. Vi ser det dock som en viktig milstolpe att ytterligare en global enterprise-kund har integrerat Checkins mjukvara.

Försäljning och EBITDA, q/q (mkr)

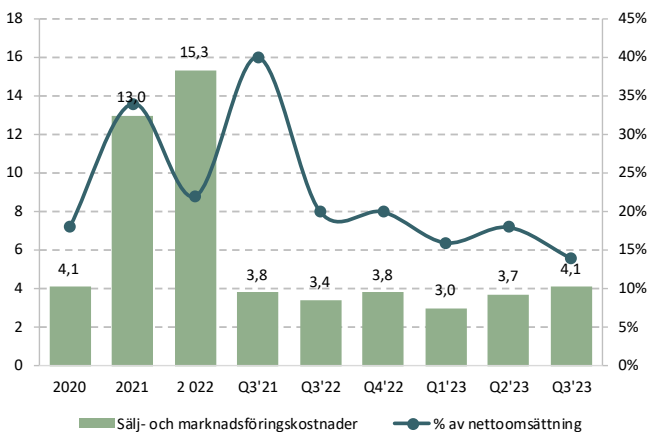


Omsättning och EBITDA under prognosperioden



Källa: Bolaget

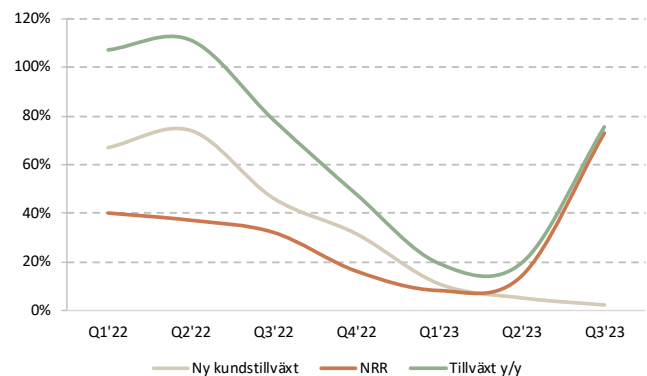
Hög utväxling på försäljningskostnader



Källa: Bolaget

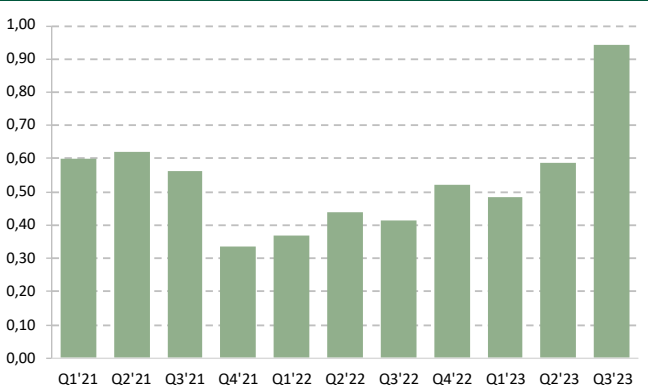
Källa: EBP, Bolaget

Tillväxtkomponenter per kvartal



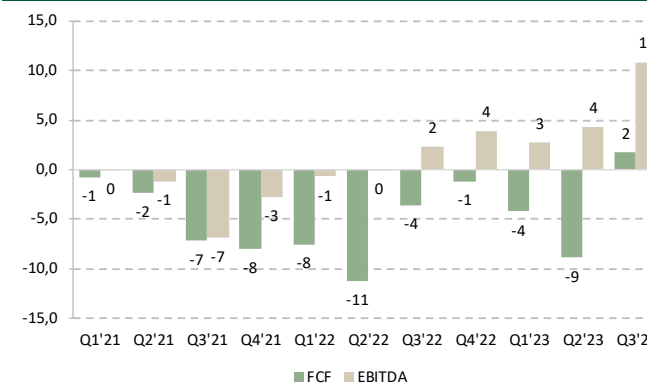
Källa: Bolaget

Skattning av ARPU (mkr)



Källa: EBP (Skattad ARR/antal kunder)

Har börjat ackumulera kassaflöde



Källa: Bolaget

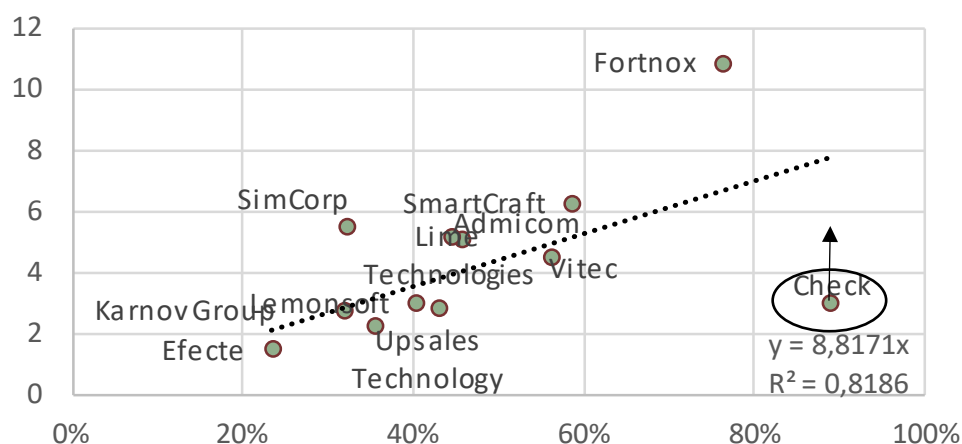
Värdering

Referensgrupp

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
AVTECH Sweden	18	17	7,97x	5,36x	4,34x	--	9,7x	7,1x	30,0x	13,7x	9,1x	--	--	--
Fortnox	2 689	2 667	22,76x	14,14x	11,22x	57,5x	28,3x	22,1x	65,0x	34,8x	25,7x	61,9x	44,5x	32,9x
SmartCraft	322	300	10,09x	7,32x	6,42x	26,2x	16,7x	14,3x	33,4x	20,6x	17,6x	--	27,5x	23,5x
Lime Technologies	329	346	6,75x	5,65x	5,00x	24,0x	18,0x	15,7x	34,5x	26,5x	22,4x	45,7x	31,4x	26,9x
SimCorp	--	4 119	6,45x	6,04x	5,51x	24,5x	24,3x	21,8x	27,1x	26,6x	23,7x	37,5x	33,5x	29,8x
Admicom	220	219	6,06x	5,76x	5,33x	15,3x	14,7x	13,7x	20,8x	16,9x	15,5x	29,2x	19,8x	18,2x
Lemonssoft	102	104	3,85x	3,36x	3,18x	12,0x	10,4x	9,8x	15,0x	12,1x	11,4x	20,9x	15,6x	14,7x
Efecte	52	50	2,01x	1,70x	1,50x	--	19,6x	11,2x	--	39,3x	15,7x	(29,7x)	52,7x	20,4x
FormPipe Software	125	129	2,71x	2,47x	2,25x	13,8x	9,8x	8,0x	36,1x	18,5x	12,9x	58,4x	23,8x	16,3x
Vitec Software Group	1 632	1 594	6,63x	5,34x	4,58x	17,0x	13,4x	11,5x	29,4x	23,1x	19,6x	54,0x	35,3x	30,9x
Karnov Group	492	695	4,07x	2,91x	2,80x	14,0x	10,6x	9,8x	32,0x	23,5x	19,9x	185,6x	15,5x	12,5x
Upsales Technology	59	55	4,13x	3,56x	2,95x	14,2x	13,8x	11,9x	17,6x	19,2x	15,7x	23,1x	25,5x	21,1x
Checkin.com Group	108	106	15,11x	7,19x	2,91x	97,96x	18,2x	9,3x	nm	30,0x	11,9x	(297,2x)	40,8x	15,6x
Mean			7,53x	5,72x	4,93x	23,8x	16,5x	13,5x	32,4x	23,2x	17,3x	34,7x	31,6x	23,7x
Median			6,54x	5,51x	4,79x	20,5x	15,7x	12,6x	30,0x	21,8x	16,6x	41,6x	31,4x	23,5x

Källa: Factset

Värdeskapande bland svenska mjukvarubolag



Källa: Factset

DCF

Värdering	Implicit WACC	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Riskfri ränta	Långsiktig tillväxt
982	2,5%	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal
1 057	5,5%	20,0%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
2 039	4,0%	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra riskpremium	Capex, % av omsättning
-14	4,0%	10,0%
Minoritetsintressen och övrigt	Implicit WACC	Rörelsekapital, % av omsättning
0	16,0%	8,0%
Eget kapital		Skattesats
2 053		22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning		Terminalvärde, % av EV
30		51,8%
Eget kapital per aktie		
69		

Känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
15,0%	73	75	77	79	82	15,0%	55	66	77	88	99
15,5%	69	71	73	75	77	15,5%	52	62	73	83	94
16,0%	65	67	69	71	73	16,0%	49	59	69	79	88
16,5%	62	64	65	67	69	16,5%	47	56	65	74	83
17,0%	59	60	62	63	65	17,0%	45	53	62	70	79

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	12	22	39	70	110	186	308
Övriga rörelseintäkter	6	8	18	28	27	30	30
Totala intäkter	19	30	57	98	137	216	338
Kostnad sålda varor	-	-	-6	-10	-18	-28	-49
Bruttoresultat	19	30	50	88	119	188	288
Övriga rörelsekostnader	-26	-29	-53	-83	-88	-134	-182
EBITDA	-8	2	-3	6	31	54	106
EBITDA, justerad	-8	2	-3	6	31	54	106
EBITA, justerad	-8	2	-3	6	31	54	106
Amortering	0	-2	-4	-12	-21	-21	-24
EBIT	-8	0	-7	-7	10	33	82
EBIT, justerad	-8	0	-7	-7	10	33	82
Finansnetto	0	0	0	-1	-1	-2	-2
Resultat före skatt	-8	0	-7	-8	8	31	81
Resultat före skatt, justerad	-8	0	-7	-8	8	31	81
Total skatt	-1	0	0	1	-2	-7	-17
Nettoresultat	-9	0	-7	-8	6	24	64
Nettoresultat, justerad	-9	0	-7	-8	6	24	64
Intäktstillväxt	-	64%	86%	73%	39%	58%	57%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	93,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,4%	Neg.	Neg.	8,9%	17,7%	26,8%
EPS, justerad	-0,31	0,00	-0,24	-0,25	0,19	0,82	2,14
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%

Källa: Checkin.com Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-8	0	-7	-7	10	33	82
Övriga kassaflödesposter	0	2	5	12	18	13	5
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	3	-2	-7	-2	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	0	1	3	21	44	83
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	0	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-7	-19	-26	-27	-30	-30
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-	-	-24	-20	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-7	-44	-46	-27	-30	-30
Fritt kassaflöde	-14	-7	-43	-43	-6	14	53
Nyemission / återköp	20	0	111	4	0	0	0
Förändring av skulder	0	2	18	-7	-2	0	0
Övriga poster	-	0	-	0	-4	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	19	3	129	-4	-5	0	0
Kassaflöde	5	-4	86	-47	-12	14	53
Nettoskuld	-9	-1	-60	-23	-21	-34	-88

Källa: Checkin.com Group, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0	0	71	107	111	111	111
Övriga immateriella tillgångar	9	14	28	48	60	69	75
Övriga anläggningstillgångar	0	2	27	28	22	22	22
Summa anläggningstillgångar	9	16	126	184	193	202	208
Kundfordringar	5	5	8	12	28	36	63
Övriga omsättningstillgångar	-	3	3	2	7	8	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	6	92	47	39	52	105
Summa omsättningstillgångar	15	14	103	62	74	97	178
SUMMA TILLGÅNGAR	24	29	228	246	267	299	386
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	20	19	182	204	218	243	307
Summa eget kapital	20	19	182	204	218	243	307
Långfristiga räntebärande skulder	1	3	18	13	9	9	9
Långfristiga leasingskulder	-	1	9	4	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	-	-	3	4	3	3	3
Summa långfristiga skulder	1	4	29	21	14	14	14
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	5	5	5	5	5
Leverantörsskulder	3	2	6	6	14	18	32
Kortfristiga leasingskulder	-	0	1	3	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	0	2	6	8	14	16	26
Summa kortfristiga skulder	3	6	17	21	34	41	65
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	24	29	228	246	267	299	386

Källa: Checkin.com Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	64%	86%	73%	39%	58%	57%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	77%	96%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	93,8%
EBITDA-marginal	Neg.	7,8%	Neg.	7,8%	27,8%	29,1%	34,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	9,1%	Neg.	7,8%	27,8%	29,1%	34,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,9%	17,7%	26,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	0,4%	Neg.	Neg.	8,9%	17,7%	26,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,1%	Neg.	Neg.	5,3%	13,2%	20,7%

Källa: Checkin.com Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	0%	Neg.	Neg.	3%	11%	23%
ROCE, justerad	Neg.	0%	Neg.	Neg.	4%	13%	28%
ROIC, justerad	Neg.	1%	Neg.	Neg.	5%	16%	39%

Källa: Checkin.com Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	25%	17%	14%	12%	20%	17%	19%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	96%	57%	77%	65%	64%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	12%	20%	29%	22%	32%	26%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	10%	-1%	1%	6%	5%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,2x	0,3x	0,4x	0,6x	0,8x	1,0x

Källa: Checkin.com Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-9	-1	-60	-23	-21	-34	-88
Soliditet	84%	66%	80%	83%	82%	81%	79%
Nettoskulsättningsgrad	-0,5x	0,0x	-0,3x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,2x	-0,4x	22,3x	-4,2x	-0,7x	-0,6x	-0,8x

Källa: Checkin.com Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,31	-0,01	-0,22	-0,25	0,19	0,82	2,14
EPS, justerad	-0,31	0,00	-0,24	-0,25	0,19	0,82	2,14
FCF per aktie	-0,52	-0,24	-1,54	-1,45	-0,21	0,46	1,78
Antal aktier vid årets slut, m	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8
Antal aktier efter utspädning, snitt	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8

Källa: Checkin.com Group, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	55 814,2x	Neg.	Neg.	213,0x	50,6x	19,4x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	90,3x	23,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	4%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	23,0x	10,4x	7,2x	4,6x	2,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	186,0x	32,1x	18,2x	9,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	101,0x	30,0x	11,9x
EV	Neg.	Neg.	1 304	1 025	983	983	983
Aktiekurs	-	-	48,8	35,1	33,4	41,4	41,4

Källa: Checkin.com Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Checkin.com Group (CHECK 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.

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