



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 14 november 2023

## Acroud

### Ser ljuset i tunneln

#### Låg sportboksmarginal pressar tillväxt och lönsamhet

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,9m, vilket motsvarar en tillväxt om 48%, varav -16,5% var organiskt. Den svaga utvecklingen organiskt är i huvudsakligen kopplat till legacy-tillgångar och har varit i linje med utvecklingen med årets första nio månader. Omsättningen var marginellt lägre än vad som krävs för att nå våra helårsestimat och pressas av en svag sportboksmarginal hos operatörer. NDCs i kvartalet uppgick till 72 270, vilket motsvarar en ökning om 114% y/y. Justerad EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 1,2m, vilket motsvarar en marginal om 12% och en nedgång om 21% y/y. Vi bedömer dock att Q4 har börjat starkt, vilket gör att vi bedömer att det värsta ligger bakom bolaget.

#### Botten är nådd

Redan efter Acrouds Q2-rapport tog vi höjd för en svagare operationell utveckling. Vi bedömer nu att botten är nådd för bolaget och gör därför endast marginella justeringar av våra intäktsestimat under prognosperioden. På innevarande år sänker vi dock EBITDA med 20% baserat på en högre kostnadsbas. Givet den rekapitalisering och de organisatoriska förändringar som har skett under såväl Q3 som under året bedömer vi nu att fokus kommer vara på att stärka den operativa verksamheten. Vi räknar med att bolaget succesivt kommer att stärka EBITDA-marginalen från nuvarande nivåer och kunna röra sig närmare mot vad övriga affiliate-bolag åstadkommer.

#### Trots ett operativt svagt kvartal gör vi endast marginella justeringar av motiverat värde

Baserat på Q3-rapporten gör vi endast en marginell justering av motiverat värde 2,2-2,3 kr (2,3-2,4). Vi bedömer att Acroud kommer kunna genera substantiella kassaflöden i närtid, givet skalbarheten och lönsamheten inom affiliation. Den genomförda rekapitaliseringen gör att den finansiella risken i bolaget har sjunkit markant. Vidare anser vi att man har en intressant exponering mot tillväxtmarknader. För att börja resan mot vårt motiverade värde behövs dock tydliga bevis för att botten är nådd för bolaget.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	2,2 - 2,3 SEK	
Totala intäkter	-1,3%	0,3%	-1,6%	32	40	43	45	Aktiekurs	1,83 SEK	
EBITDA, just.	-19,6%	-2,5%	-4,0%	24%	23%	8%	5%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	nm	nm	nm	8	7	11	13	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-13	-17	7			9
Q4 - rapport	22 februari 2024			EPS, just.	-0,1	-0,1	0,0			0,0
Q1 - rapport	23 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.			37%
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				EK/aktie	0,2	0,2	0,2			0,2
Antal aktier	173m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	16,5%			19,7%
Börsvärde	27			ROE, just.	Neg.	Neg.	14,6%			17,1%
Nettoskuld	16			ROCE, just.	Neg.	Neg.	15,3%			17,4%
EV	43			EV/Sales	1,2x	1,1x	1,0x			0,9x
Free float	27%			EV/EBITDA	4,7x	5,7x	3,9x			3,3x
Daglig handelsvolym, snitt	26k			EV/EBIT	-3,1x	-2,5x	6,1x	4,8x		
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY			P/E, just.	-1,3x	-1,3x	6,4x	4,6x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	0,9x	0,9x	0,9x	0,7x		
Rikard Engberg				FCF yield	15%	3%	30%	37%		
rikard.engberg@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	2,0x	2,4x	0,9x	0,2x		

#### Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**Stark strukturell tillväxt på nyckelmarknader:** Acroud är aktiva inom affiliation, vilket är den del av ekosystemet inom i-gaming där lönsamheten är högst. Investeringarna i affiliation tenderar att vara som störst på marknader som precis har reglerats eller ska regleras. Acroud har lyckats bygga upp en stark närvaro i Latinamerika, vilket är den ledande tillväxtmarknaden inom spel i dagsläget. Vidare fyller affiliation en nyckelroll på mer mogna marknader då andra marknadsföringskanaler regleras, vilket gör affiliation till en prioriterad verksamhet.

**Städad balansräkning och redo för turn around:** Acroud har nyligen städad upp sin balansräkning genom att betala ut ett antal earn-outs samt konvertera obligationslån till aktier. Detta gör att man nu har en ren balansräkning i kombination med en stark kassaflödesgenerering

**Voonix en intressant krydda:** Acroud äger en mjukvara vid namn Voonix, ett ledande BI-verktyg inom affiliateindustrin. Vi bedömer att detta inom några år kan stå på egna ben och serva kunder utanför i-gaming. Skulle det ske ser vi att detta bolag på egna ben kan ge en signifikant uppsida till Acrouds värdering.

## Bolagsprofil

### Affiliation en viktig del av ekosystemet

Acroud är aktiva inom affiliation-marknadsföring inom den snabbast växande formen av digital underhållning, i-gaming. Affiliation är en form av marknadsföring där trafik och potentiella kunder slussas från en hemsida ägd av Acroud till en speloperatör. Beroende på marknad och rådande avtal med operatörerna delar Acroud intäkterna. 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 i-gaming.

### Intressanta tillgångar i företagsgruppen

Historiskt har Acroud fokuserat på traditionella affiliate-tillgångar där fokus är att optimera hemsidor så att 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 rankning 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 från traditionell SEO-baserad affiliation med nätverk, mjukvaruintäkter och communities bedömer vi att Acroud kan växa snabbare än marknaden.

## Rabatt mot sektorn

Vi ser ett motiverat värde om 2,2-2,3 kr (2,3-2,4) 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 från 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 affiliate-bolag.
- **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.

## Kvartalet i korthet

### I-Gaming Affiliation

Intäkterna från segmentet I-gaming affiliation uppgick till EUR 5,8m, vilket motsvarar en tillväxt om 90% y/y och 15% q/q. Precis som många andra bolag i industrin har Acroud drabbats av att sportresultat under Q3 har varit gynnsamma för spelare. Antalet NDCs i kvartalet uppgick till 53 478, vilket är en ökning med 150% y/y, men en nedgång med 46% q/q. Nedgången är hänförlig till att Acroud nu är mer sportfokuserat än tidigare och att Q3 normalt sett är ett kvartal med lite sportevent. Vi bedömer att tillväxt kan accelerera från nuvarande nivåer då antalet kunder på rev. share uppgick till 78%, vilket bådär för en återgång till tillväxt.

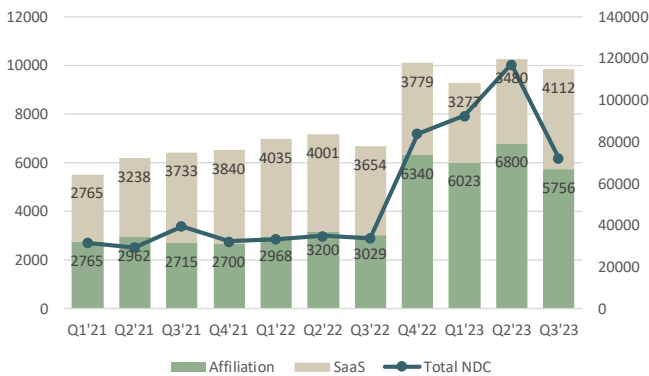
Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 1,4m, vilket motsvarar en marginal om 24%. EBITDA steg 12% q/q, vilket tyder på att botten nu är nådd lönsamhetsmässigt.

### SaaS

SaaS intäkterna i kvartalet uppgick till EUR 4,1m, vilket motsvarar en tillväxt om 14% y/y och 18% q/q. Tillväxten drivs av att antalet NDCs i segmentet uppgick till 18 792, vilket är en ökning med 14% q/q och 51% y/y. Den starka utvecklingen i NDCs stödjer vår tes om att tillväxten och verksamheten kommer att vända från nuvarande nivåer.

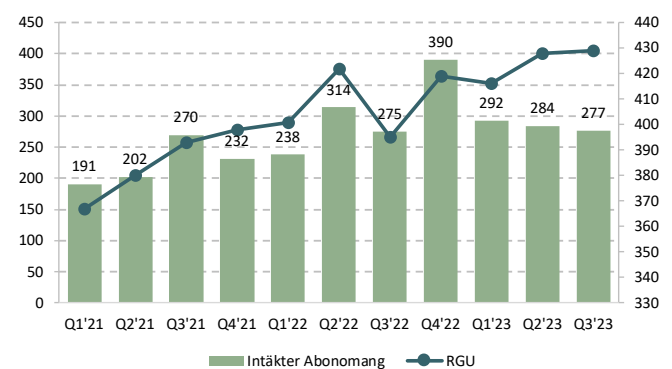
Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 0,5m, vilket motsvarar en marginal om 6%. Nedgången från 13% i Q2'23 går att förklara med investeringar i produkt som vi bedömer kommer stärka intjäningen framöver.

Starkt inflöde av NDC bådär för återgång till organisk tillväxt... (EUR '000)



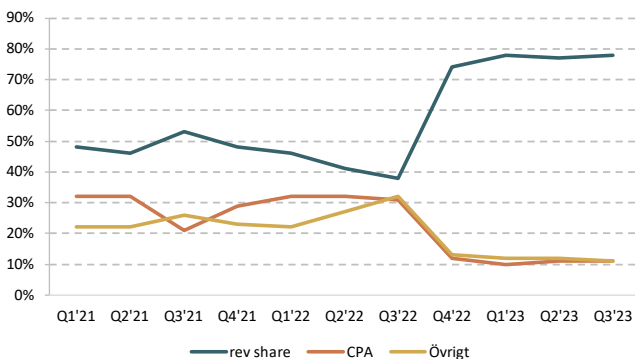
Källa: Bolaget, EPB

...samtidigt som abonnemangstänkterna är stabila (EUR '000)



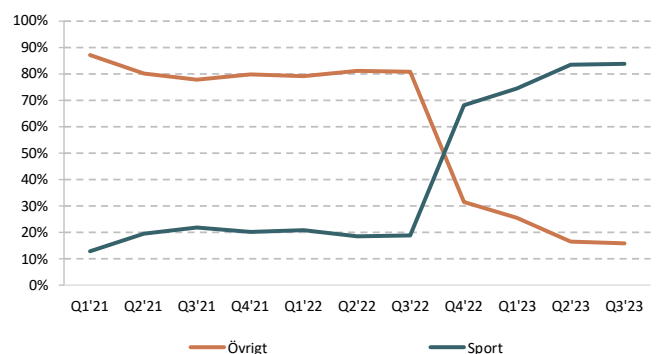
Källa: Bolaget, EPB

Nytt förvärv ger ökat fokus på rev share...



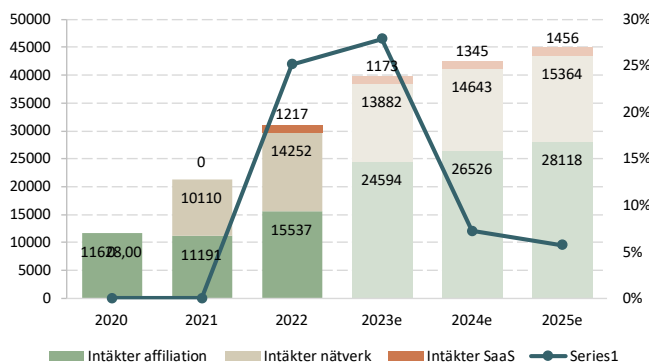
Källa: Bolaget, EPB

...och sport vilket sänker volatilitet i intäkter



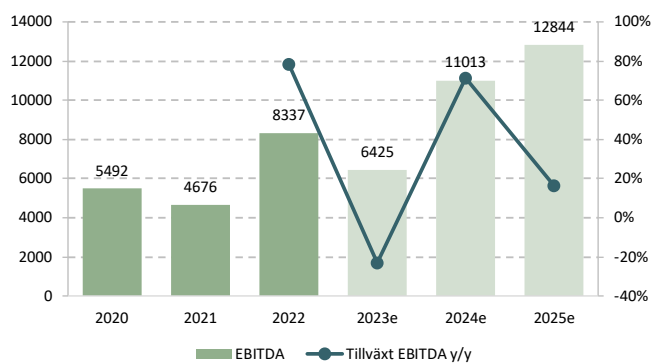
Källa: Bolaget, EPB

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



Källa: Bolaget, EPB

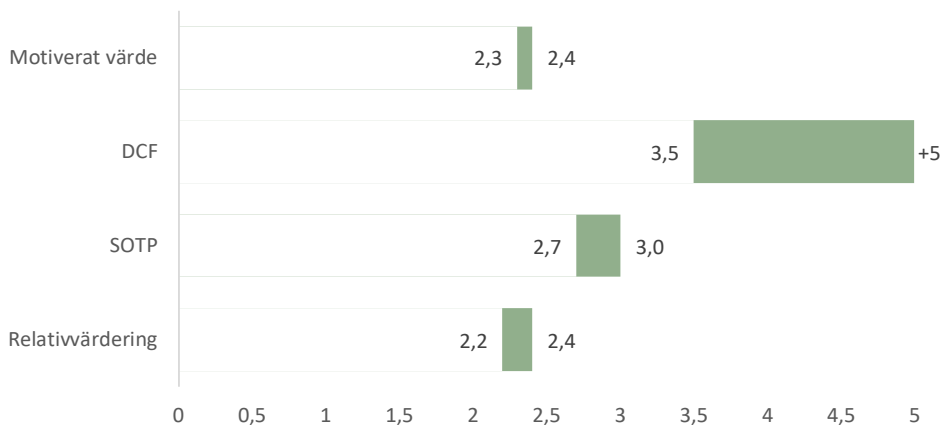
...vilket bör leda till en marginalexpansion (EUR '000)



Källa: Bolaget, EPB

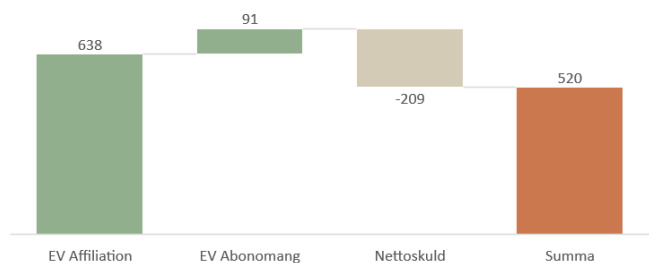
## Värdering

Värde per aktie



Källa: EPB

SOTP-värdering



Källa: EPB

Känslighetsanalys 2025

X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonomangsintäkter	Y				
	3,5	3,75	4	4,25	4,5
18	1,53	1,68	1,83	1,98	2,14
20	1,57	1,72	1,87	2,02	2,17
22	1,60	1,75	1,90	2,05	2,21
24	1,64	1,79	1,94	2,09	2,24
26	1,67	1,82	1,97	2,13	2,28

Källa: EPB

## DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	63 439	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	8 658	Riskpremium	6,5%	Långsiktig EBIT-marginal	20,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>72 097</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	16 630	Extra justering	5%	Capex, % av omsättning	10,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>20,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	10,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>55 467</b>			Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	172 712				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>3,54</b>				

### Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%
	19,0%	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8		19,0%	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
	19,5%	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7		19,5%	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
<b>WACC</b>	<b>20,0%</b>	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	<b>WACC</b>	<b>20,0%</b>	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
	20,5%	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5		20,5%	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
	21,0%	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4		21,0%	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	12	25	31	40	43	45
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	0	1	0
<b>Totala intäkter</b>	13	26	32	40	43	45
<b>Bruttoresultat</b>	13	26	32	40	43	45
Övriga rörelsekostnader	-8	-21	-24	-33	-32	-32
<b>EBITDA</b>	5	5	8	6	11	13
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-1	-	-
<b>EBITDA, justerad</b>	5	5	8	7	11	13
<b>EBITA, justerad</b>	5	5	8	7	11	13
Amortering	-1	-2	-21	-25	-4	-4
<b>EBIT</b>	4	3	-13	-18	7	9
<b>EBIT, justerad</b>	4	3	-13	-17	7	9
Finansnetto	-3	-2	-5	-3	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	2	1	-18	-22	5	7
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	2	1	-18	-20	5	7
Total skatt	0	0	-1	-1	-1	-1
<b>Nettoresultat</b>	1	1	-18	-22	4	6
<b>Nettoresultat, justerad</b>	1	1	-18	-21	4	6
Intäktstillväxt	-	98%	24%	23%	8%	5%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	16,5%	19,7%
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	-0,12	0,02	0,03
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	N.m.	37%

Källa: Acroud, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	3	-13	-18	7	9
Övriga kassaflödesposter	1	1	19	24	3	3
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-1	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	6	3	6	5	10	12
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-3	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-4	0	-1	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-3	-6	-2	-4	-2	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	3	-3	3	1	8	10
Förvärv och avyttringar	0	1	2	1	0	0
Nyemission / återköp	7	0	12	2	0	0
Förändring av skulder	-7	-2	-12	0	0	0
Övriga poster	-2	-2	-4	-4	-2	-2
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-2	-3	-3	0	-2	-2
<b>Kassaflöde</b>	1	-6	1	0	7	8
<b>Nettoskuld</b>	14	17	17	15	10	2

Källa: Acroud, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	43	51	41	20	16	12
Övriga immateriella tillgångar	7	18	29	26	28	30
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>44</b>
Kundfordringar	1	2	3	3	3	3
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	5	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	2	2	7	15
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>23</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>80</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>67</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	36	42	24	27	31	37
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>37</b>
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	17	17	17
Övriga långfristiga skulder	1	11	26	6	6	6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>45</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	19	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	1	0	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	2	3	10	6	6	6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>80</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>67</b>

Källa: Acroud, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	98%	24%	23%	8%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-15%	78%	-10%	47%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-36%	N.m.	N.m.	N.m.	26%
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	N.m.	N.m.	N.m.	37%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	26,9%	16,2%	25,9%	28,6%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	26,9%	18,9%	25,9%	28,6%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	16,5%	19,7%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	16,5%	19,7%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	2,9%	Neg.	Neg.	9,9%	12,9%

Källa: Acroud, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	2%	Neg.	Neg.	15%	17%
ROCE, justerad	Neg.	5%	Neg.	Neg.	15%	17%
ROIC, justerad	Neg.	5%	Neg.	Neg.	17%	22%

Källa: Acroud, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	10%	8%	7%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	43%	22%	22%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	-13%	2%	3%	3%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,7x	0,9x	0,9x	0,8x

Källa: Acroud, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	14	17	17	15	10	2
Soliditet	60%	55%	30%	47%	51%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,7x	0,6x	0,3x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,0x	2,4x	0,9x	0,2x

Källa: Acroud, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,01	0,01	-0,13	-0,13	0,02	0,03
EPS, justerad	0,01	0,01	-0,13	-0,12	0,02	0,03
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,03	0,00	0,05	0,06
Eget kapital per aktie	0,32	0,34	0,18	0,17	0,18	0,21
Antal aktier vid årets slut, m	114	122	133	155	173	173
Antal aktier efter utspädning, snitt	114	130	136	173	173	173

Källa: Acroud, EPB

## Värdering

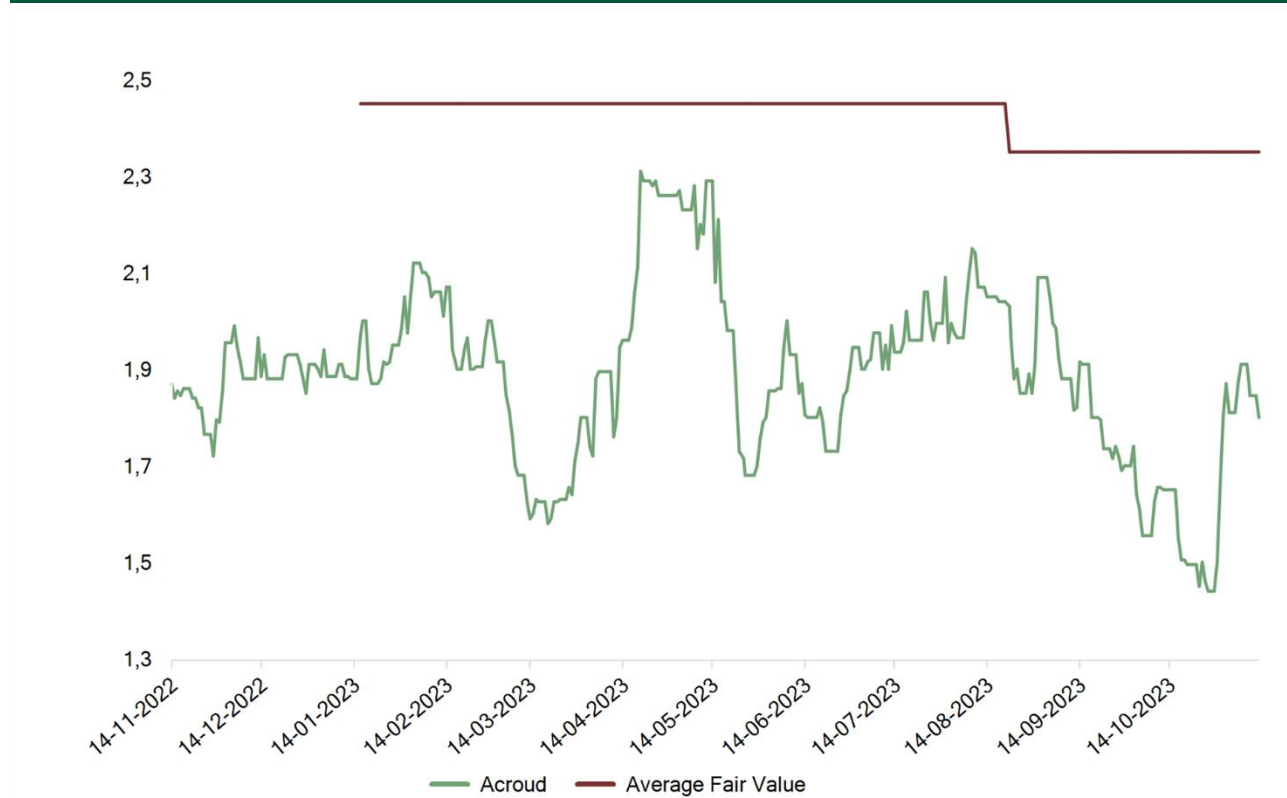
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,3x	47,3x	Neg.	Neg.	6,4x	4,6x
P/EK	0,9x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x	0,7x
P/FCF	11,3x	Neg.	6,8x	32,4x	3,3x	2,7x
FCF-yield	9%	Neg.	15%	3%	30%	37%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,6x	2,0x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	4,8x	6,0x	4,1x	3,5x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	Neg.	Neg.	6,4x	5,1x
EV	48	51	40	45	45	45
Aktiekurs	0,3	0,3	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 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](http://www.penser.se)