



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 16 augusti 2023

Gaming Innovation Group

Ny guidning höjer estimat och motiverat värde

Stark leverans från bolaget över samtliga segment

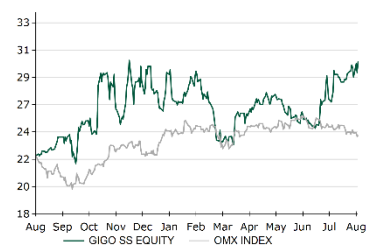
Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 31,1m vs konsensus om 25,7m. Siffran motsvarar en tillväxt om 40% varav 22% var organisk. Den organiska tillväxten ligger över bolagets målsättning om 20%. Justerad EBITDA uppgick i kvartalet till EUR 13,9m vs konsensus om 11m. Siffran motsvarar en marginal om 45%, vilket är all time high för bolaget och ett stort steg mot målet om 50%. Båda segment visar starka siffror där omsättningen från GIG Media uppgick till EUR 21,7m, vilket motsvarar en tillväxt om 47% y/y, drivet av en tillväxt om 38% i antalet nya FTDs (first time depositors). Den organiska tillväxten uppgick till 20%. Omsättningen från GIG Platform & Sportbook uppgick till EUR 9,3m, vilket motsvarar en organisk tillväxt om 27%. Segmentet har nu 65 brands och en pipeline om 14 st till. Bolaget lämnar i samband med rapporten en guidning om att omsättningen under 2023 väntas uppgå till EUR 125-130m och EBITDA marginalen 47-50%.

Exponering mot starka makrotrender och möjlighet till uppdelning

GIG är exponerat mot två starka makrotrender, 1) ett skifte från landbaserat casino till online 2) ökad reglering ger ett incitament för operatörer att investera i 3:e-parts plattformar då ett fragmenterat regulatoriskt landskap gör det svårare för operatörer att operera på flertalet geografiska marknader. I samband med bolagets Q4 rapport meddelade bolaget att man utvärderar en uppdelning av bolaget, vilket vi bedömer kan skapa aktieägarvärde.

Justerar upp estimaten och motiverat värde

Baserat på den starka omsättningen i kvartalet och en relativt stark inledning på Q3 med en tillväxt om 30% y/y höjer vi våra intäktsestimater med i snitt 4,5% under prognosperioden. Baserat på de kostnadsinitiativ bolaget tagit, och fortsätter att ta under kommande år, höjer vi även våra EBITDA-estimater med i snitt 9%. Vi bedömer att bolaget kommer ligga strax under sina finansiella mål om en EBITDA-marginal om 50% 2024 och strax under en organisk tillväxt om 20%. Baserat på de starka siffrorna höjer vi vårt motiverade värde till 44-45 kr.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	44,0 - 45,0 SEK												
Totala intäkter	4,8%	4,5%	4,2%	Totala intäkter	90	125	155	180	Aktiekurs	30,0 SEK												
EBITDA, just.	9,0%	9,4%	8,7%	Tillväxt	36%	39%	25%	16%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	35,3%	16,0%	12,9%	EBITDA, just.	34	58	78	89	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	13	32	52	64														
Q3 - rapport	08 november 2023			EPS, just.	0,0	0,2	0,3	0,4														
Q4 - rapport	14 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	>100%	>100%	61%	28%														
Bolagsfakta (m€)				EK/aktie	0,5	0,8	1,1	1,4														
				EBIT-marginal	12,7%	25,3%	33,5%	35,4%														
				ROE, just.	10,5%	27,6%	31,2%	29,4%														
				ROCE, just.	13,9%	20,6%	25,2%	25,5%														
Antal aktier	132m			EV/Sales	4,0x	3,0x	2,4x	2,1x	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	317			EV/EBITDA	10,7x	6,4x	4,8x	4,2x														
Nettoskuld	54			EV/EBIT	27,8x	11,5x	7,2x	5,9x														
EV	373			P/E, just.	76,7x	13,3x	8,3x	6,5x														
Free float	83%			P/EK	4,8x	3,1x	2,2x	1,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	81k			FCF yield	-	7%	14%	14%														
Bloomberg Ticker	GIGO SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,8x	0,2x	-0,3x														
Analytiker																						
Rikard Engberg																						
rikard.engberg@penser.se																						

Investment case

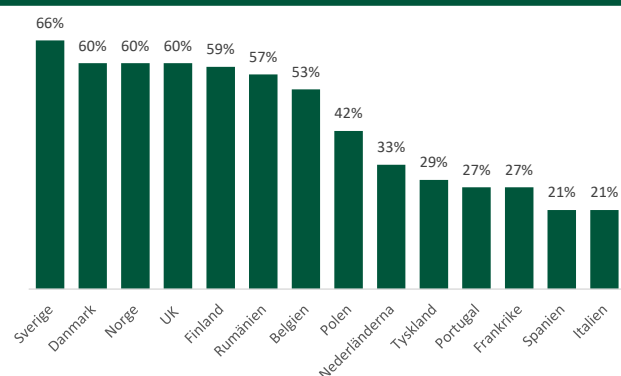
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och väntas växa 11-15% kommande år. Den främsta drivkraften är att nya marknader regleras och ett ändrat beteendemönster där spelandet skiftar från offline till online. GIG har två affärsområden som gynnas av denna trend, GIG Media och GIG Platform Services. GIG Media tillhandahåller affiliattjänster, vilket är den snabbast växande formen av marknadsföring inom iGaming industrin. Denna typ av marknadsföring tenderar att växa kraftigt på nyöppnade marknader. GIG Platform Services tillhandahåller en plattformslösning som är licensierad på flest marknader, vilket gör att man blir en stark partner för casinon som vill röra sig online och operatörer som vill nå nya marknader. Detta i kombination med att GIG har genomfört en operationell storstädning gör att vi ser att aktien kommer utvecklas väl framöver.

Bolagsprofil

Den globala spelmarknadens värde uppgår i dagsläget till ca USD 440bn, varav ca 15% av spelandet sker online. Spelandet växer i takt med den globala BNPn, varav spel online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för iGaming-industrin:

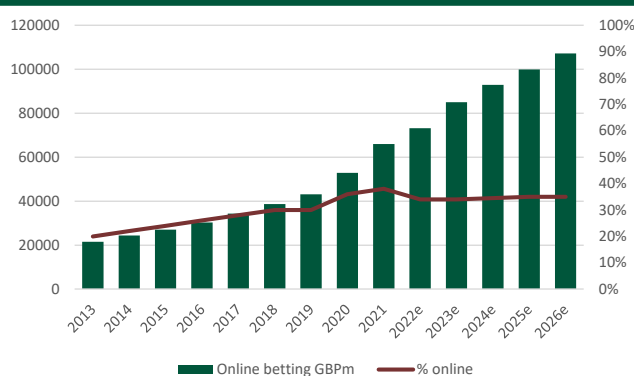
- **Avreglering av stora marknader:** Samtidigt som USA har börjat öppna upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att exempelvis Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem. När marknader omreglerar eller öppnas tenderar spelandet att öka eftersom det får en högre social acceptans. Dessutom blir det enklare då betaltjänster öppnar och marknadsföring tillåts.
- **Nedstängning av fysiska casinon:** Vi bedömer att pandemin har accelererat skiftet från att spela offline till online. Onlinedelen av spelandet har historiskt legat under 10%, men vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin. Vi bedömer att denna andel inte kommer sjunka tillbaka, eftersom onlinespel fått en större acceptans efter pandemin. Dessa tendenser bedömer vi sker i kraftig utsträckning i exempelvis Syd- och Centraleuropa.
- **Fortsatt digitalisering av samhället:** Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer att se en ökad andel onlinespelare framöver. Detta drivs av allmänna faktorer som främjar digitalisering, exempelvis utbyggnad av bredband och konvertering till smartphones.

Online spelande i Europa i förhållande till totalt spelande



Källa: H2 Capital

Globala spelmarknaden GBPM



Källa: H2 Capital

Värdering

Vi anser att GIG gynnas av samtliga makrotrender ovan, eftersom de genom sin flexibla plattform kan erbjuda sina kunder att snabbt nå de marknader som nyligen har omreglerats. Vi ser att GIG Media har agerat som en kassako till de investeringar som gjorts i plattformen och nu möjliggör en accelererad tillväxt både för omsättningen och vinsten. Detta leder till att vi ser ett motiverat värde om 44-45 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

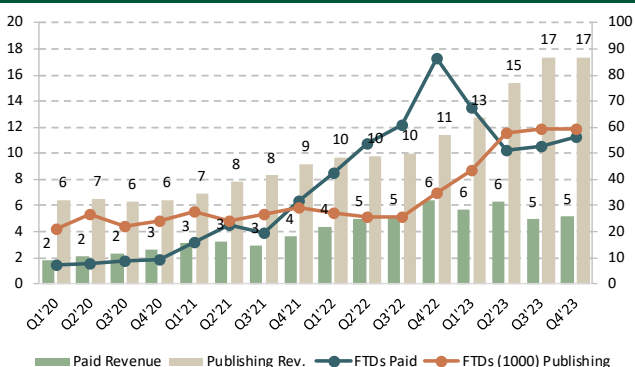
Media Services

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 21,7m, vilket motsvarar en tillväxt om 47% y/y, varav 20% var organisk. Tillväxten q/q uppgick till och 18% q/q. Det förvärvade bolaget AskGamblers växer 19% q/q, vilket visar att GIG har lyckats förbättra tillgången med sin starka techstack. Antalet FTDs fortsätter vara starkt och växer 38% y/y. Samtliga geografier visar en stark tillväxt där USA sticker ut med en tillväxt om 26% y/y och Americas (LATAM och Canada) växer 24% y/y och 16% q/q. EBITDA från segmentet uppgick till EUR 10,3m, vilket motsvarar en marginal om 47%. Sammanfattningsvis visar media segmentet sin styrka och att det är väl förberett för en uppdelning. Vi noterar även att GIG Compliance, som vi anser kan bidra med mycket värde framöver, har tecknat ett antal nya kundkontrakt.

Platform & Sportsbook

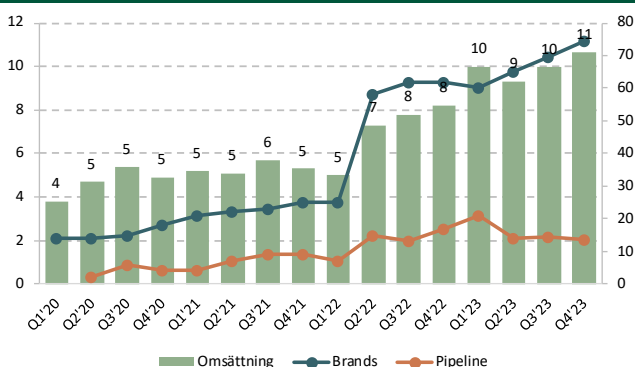
Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,3m, vilket motsvarar en tillväxt om 27%. Bolaget har nu 65 brands live och ytterligare 14 i sin pipeline. Av bolagets kunder använder endast 36% av kunderna sportbokslösningar, vilket tyder på fortsatt tillväxtpotential på befintliga kunder. I pipelinen kommer över 70% använda sig av bolagets sportbokslösning, vilket torde leda till en fortsatt tillväxt i intjäning per kund. Efter kvartalets utgång har GIG gått live med nya brands i Latinamerika och USA. EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 3,7m, vilket motsvarar en marginal om 40%. Sammanfattningsvis bedömer vi att en fortsatt tillväxt är att vänta för segmentet, givet den starka pipelinen och den goda utvecklingen av EBITDA.

Stark operationell leverans ifrån Media Services...



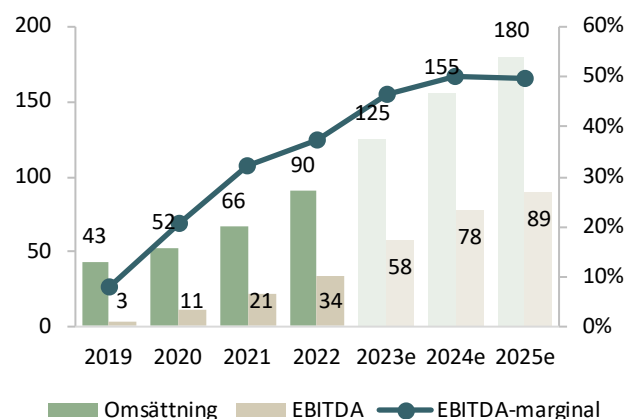
Källa: EPB, GIG

...och Platform & Sportsbook...



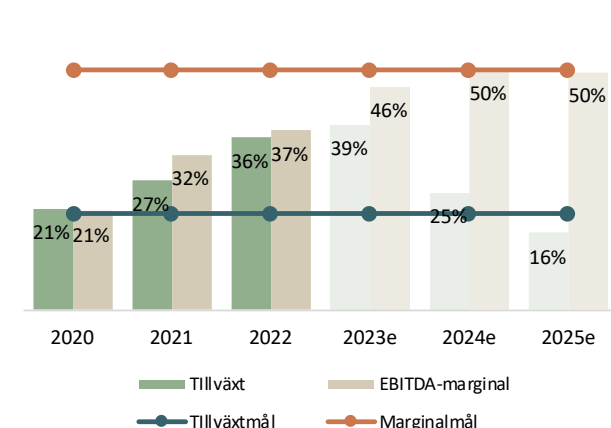
Källa: EPB, GIG

...gör oss bekväma i våra estimat...



Källa: EPB, GIG

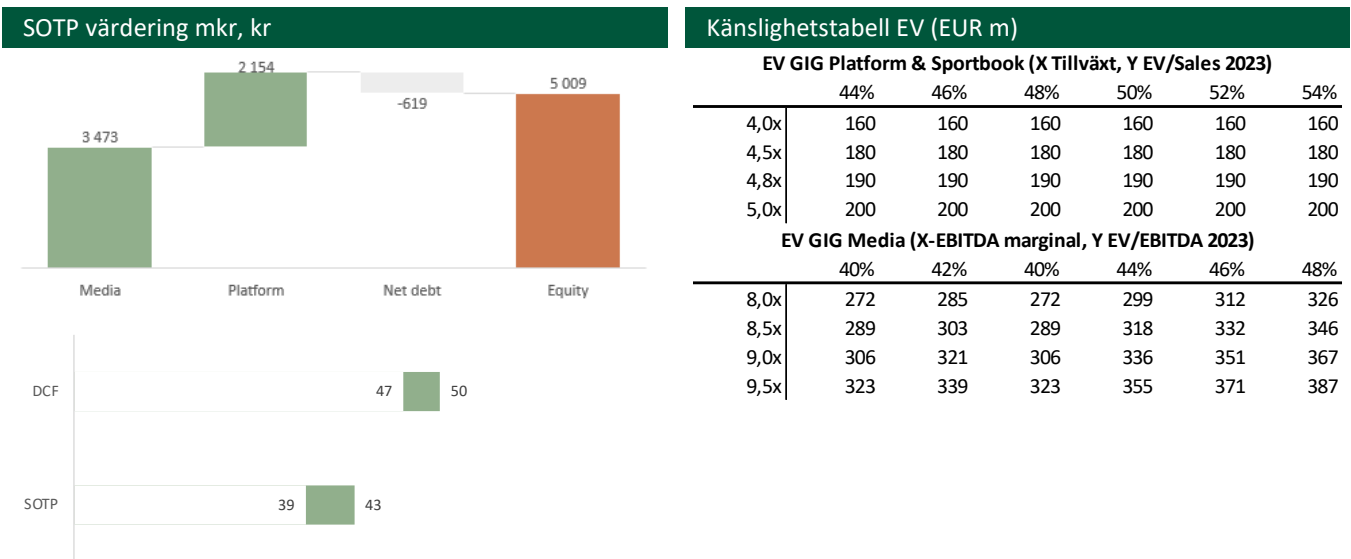
...och att bolaget rör sig mot sina 2024-mål



Källa: EPB, GIG

Värdering

Vi bedömer att den bästa metodiken att värdera GIG är en SOTP-värdering där vi värderar de två affärsområdena för sig. Vi bedömer att denna metod belyser de värden som kan uppstå vid den delning av bolaget som utvärderas. För Media segmentet anser vi att bolaget kommer handlas till en rabatt om 15% mot Better Collective som handlas på EV/EBITDA 10,5x på 2023 års estimat. Platform and Sportsbook värderar vi till EV/sales 4,75x, vilket är högre än Kambi som värderas till 2x EV/Sales 2024, men lägre än Evolution som värderas till 14x. Vi bedömer att segmentet i dagsläget har ett bättre momentum än Kambi. Dessa antaganden tillsammans med vår DCF ger ett motiverat värde om 44-45 kr.



Källa: EPB

Källa: EPB

DCF					
DCF-värdering					
Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	415	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	228	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
Företagsvärde (EV)	643	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	10,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	57	Extra riskpremium	2,5%	Capex, % av omsättning	5,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,5%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	586			Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	135			Terminalvärde, % av EV	35,4%
Eget kapital per aktie	47				

Känslighetsanalys					
Känslighetsanalys					
			Långsiktig tillväxt		
			1,0%	1,5%	2,0%
WACC	11,5%	49	51	53	55
	12,0%	47	48	50	52
	12,5%	45	46	47	49
	13,0%	43	44	45	46
	13,5%	41	42	43	44
			Långsiktig EBIT-marginal		
			20,0%	22,5%	25,0%
WACC	10,0%	48	50	53	55
	11,5%	45	48	50	52
	12,0%	43	45	47	50
	12,5%	41	43	45	47
	13,0%	39	41	43	45

Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	1 864	2 516	2,15x	2,19x	2,17x	4,7x	4,9x	4,8x	6,3x	15,2x	6,9x	nm	14,3x	9,5x
Better Collective	14 236	15 936	5,06x	4,12x	3,55x	15,3x	12,1x	9,5x	18,5x	15,0x	11,1x	23,4x	19,3x	13,6x
Kambi Group	5 822	5 137	2,56x	2,33x	2,10x	7,2x	6,8x	5,9x	14,6x	18,1x	14,0x	22,2x	23,2x	17,5x
Betsson	17 012	15 330	1,57x	1,36x	1,23x	6,7x	5,2x	4,9x	7,5x	6,4x	5,9x	10,8x	8,2x	7,9x
Kindred Group	25 059	24 853	1,63x	1,43x	1,30x	11,0x	8,7x	7,0x	16,7x	12,5x	9,1x	12,5x	15,1x	11,0x
Evolution	263 253	255 431	13,92x	11,80x	9,82x	20,0x	16,9x	14,1x	22,2x	18,6x	15,5x	nm	20,7x	18,8x
GIG (Konsensus)	3 721	4 729	3,74x	3,26x	2,80x	11,6x	8,1x	6,0x	29,4x	14,7x	9,5x	58,5x	16,8x	8,4x
Mean			4,38x	3,78x	3,28x	10,9x	9,0x	7,5x	16,4x	14,4x	10,3x	25,5x	16,8x	12,4x
Median			2,56x	2,33x	2,17x	11,0x	8,1x	6,0x	16,7x	15,0x	9,5x	22,2x	16,8x	11,0x

Källa: Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	52	66	90	125	155	180
Totala intäkter	52	66	90	125	155	180
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-2	-2
Bruttoresultat	52	66	89	124	154	178
Försäljningskostnader	-7	-11	-19	-23	-28	-33
Övriga rörelsekostnader	-34	-33	-36	-43	-48	-56
EBITDA	11	21	32	57	78	89
Jämförelsestörande poster	0	-1	-2	-1	0	0
EBITDA, justerad	11	22	34	58	78	89
Avskrivningar	-12	-9	-16	-19	-21	-21
EBITA, justerad	-1	13	17	39	57	69
Amortering	-7	-4	-4	-7	-5	-5
EBIT	-9	8	11	32	52	64
EBIT, justerad	-9	9	13	32	52	64
Finansnetto	-9	-9	-7	-7	-10	-10
Resultat före skatt	-18	-1	5	25	43	54
Resultat före skatt, justerad	-18	0	6	25	43	54
Total skatt	0	1	-2	-2	-4	-5
Nettoresultat	-18	0	3	22	38	49
Nettoresultat, justerad	-18	0	4	23	38	49
Intäkstillväxt	-	27%	36%	39%	25%	16%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	26,0%	33,5%	35,4%
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,18	0,29	0,37
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	61%	28%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	8	11	32	52	64
Övriga kassaflödesposter	25	5	20	32	22	21
Kassaflöde från den operationella verksamheten	17	12	32	63	74	85
Investeringar i anläggningstillgångar	15	-9	-48	-41	-30	-39
Kassaflöde från investeringsverksamhet	15	-9	-48	-41	-30	-39
Fritt kassaflöde	31	3	-16	23	44	46
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändring av skulder	-18	0	6	-1	0	0
Övriga poster	-7	-7	-8	-7	-10	-10
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-24	-7	23	-8	-10	-10
Kassaflöde	7	-4	7	15	35	36

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	75	89	85	80
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	83	93	111
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	9	9	9
Summa anläggningstillgångar	66	62	147	182	187	200
Kundfordringar	16	18	23	30	36	42
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	15	36	70	106
Summa omsättningstillgångar	27	26	38	65	106	148
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	185	248	293	348
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	65	104	142	191
Summa eget kapital	4	12	65	104	142	191
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	48	11	11	11
Övriga långfristiga skulder	23	9	33	27	27	27
Summa långfristiga skulder	59	48	82	38	38	38
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	4	51	51	51
Leverantörsskulder	25	20	23	33	40	47
Kortfristiga leasingskulder	2	3	12	21	21	21
Summa kortfristiga skulder	31	27	38	106	113	119
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	185	248	293	348

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	27%	36%	39%	25%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	52%	72%	34%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	>100%	60%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	61%	28%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	32,3%	35,7%	45,8%	50,0%	49,6%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	33,4%	37,4%	46,5%	50,0%	49,6%
EBIT-marginal	Neg.	11,9%	12,7%	25,3%	33,5%	35,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	26,0%	33,5%	35,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,5%	4,5%	18,7%	24,6%	27,1%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	4%	11%	28%	31%	29%
ROCE, justerad	Neg.	17%	14%	21%	25%	26%
ROIC, justerad	Neg.	21%	16%	24%	34%	39%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	26%	24%	23%	23%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	61%	66%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	1%	-3%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	37	49	48	13	-23
Soliditet	4%	14%	35%	42%	48%	55%
Nettoskultsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,7x	0,5x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,5x	0,8x	0,2x	-0,3x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,20	0,00	0,02	0,17	0,29	0,37
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,18	0,29	0,37
FCF per aktie	0,35	0,03	-0,13	0,18	0,33	0,35
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,52	0,79	1,08	1,45
Antal aktier vid årets slut, m	90,6	98,4	126	132	132	132
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,6	98,4	126	129	132	132

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

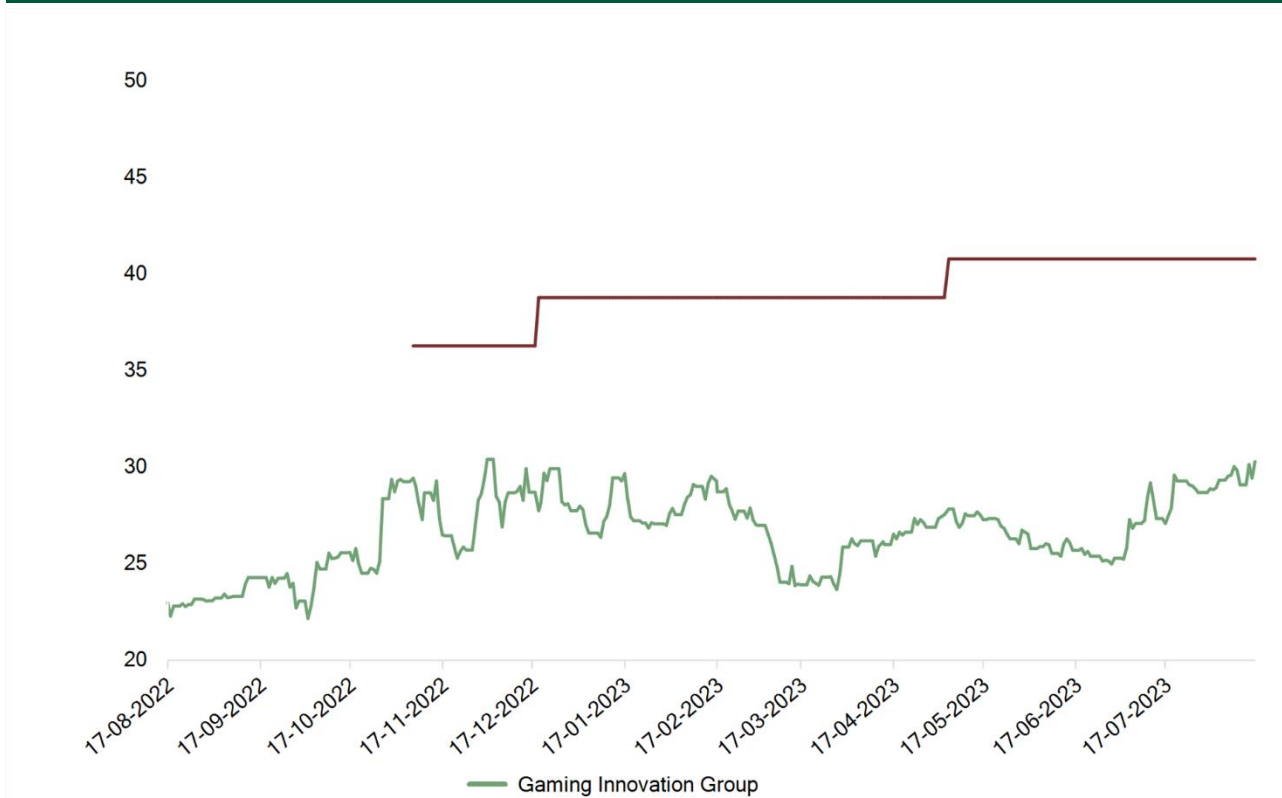
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	585,2x	76,7x	13,3x	8,3x	6,5x
P/EK	29,0x	15,0x	4,8x	3,1x	2,2x	1,7x
P/FCF	3,3x	56,1x	Neg.	13,5x	7,2x	6,9x
FCF-yield	30%	2%	Neg.	7%	14%	14%
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	2,6x	3,3x	4,0x	3,0x	2,4x	2,1x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	9,7x	10,7x	6,4x	4,8x	4,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	25,1x	27,8x	11,5x	7,2x	5,9x
EV	135	216	361	373	373	373
Aktiekurs	1,2	1,8	2,5	2,4	2,4	2,4

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Gaming Innovation Group (GIGO 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