

G5 ENTERTAINMENT

KURS (SEK): 297,60

NASDAQ OMX Mid Cap

Konsumtvaror

- Omsättning i linje med guidance
- Tydlig ökning av användarförvärv
- Högre omsättning men lägre EBIT

Omsättning i linje med guidance. G5 Entertainment rapporterade en nettoomsättning om 357 MSEK (185), motsvarande en tillväxt om 93 procent y/y och i linje med vad som redan var kommunicerat. Vårt initiala estimat var 325 MSEK vilket således överträffades. Tillväxten var driven av Hidden City samt portföljen av egna spel som faktiskt växte snabbare än de licensierade spelen, vilket också återspeglas i den högre bruttomarginalen. Geografiskt stod tillväxten i Asien ut på den positiva sidan och den högre snittintäkten per spelare om 42,7 USD (37,5) skvallrar om att det är Japan som har haft den allra bästa utvecklingen.

Tydlig ökning av användarförvärv. EBIT uppgick till 15,9 MSEK (7,3), motsvarande en rörelsemarginal om 4,5 procent (4,0). Det var klart under vårt estimat om 35,7 MSEK med en marginal om 10,0 procent. Avvikelsen härleds främst väsentligt högre användarförvärv än vi räknat med. I kvartalet spenderade G5 34 procent (25,5) av omsättningen på användarförvärv, vi hade räknat med 26,5 procent. Övriga mindre avvikelser var en högre bruttomarginal samt ett högre aktiveringsnetto än väntat. Det är andra året i rad som vi ser denna ökning av användarförvärv under just det fjärde kvartalet och vi antar att det är ett extra gynnsamt kvartal för bolaget att utöka sin användarbas. Under telekonferensen menade VD på att detta ska ses som en högstanivå av användarförvärv och att de förväntar sig högre marginaler under kommande kvartal, likt utvecklingen under 2017.

Högre omsättning men lägre EBIT. Efter rapporten justerar vi upp våra omsättningsestimater för 2018 och 2019 med 9 respektive 10 procent. Anledningen är att vi höjt förväntningarna på den egna spelportföljen. Trots det sänker vi våra estimat för EBIT 2018 och 2019 med 6 respektive 4 procent då vi förväntar oss att tillväxten kommer kräva högre kostnader för användarförvärv än tidigare prognos. Bruttomarginalen förväntas stärkas pga. de egna spelens tillväxt samt att The Secret Society numera är helägt.

BOLAGSBESKRIVNING

G5 Entertainment utvecklar och är förläggare till casualspel på mobilplattformar. Spelen är nedladdningsbara för iPhone, iPad, Mac, Android och Kindle Fire. Portföljen rymmer populära casualspel som Secret Society, Hidden City och Mahjong Journey.

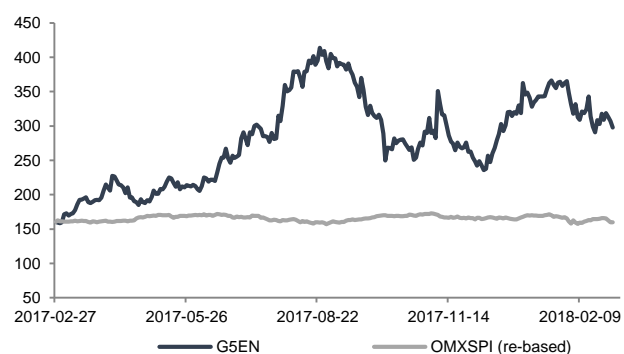
Analytiker: Stefan Knutsson
stefan.knutsson@remium.com, 08 454 32 48

NYCKELDATA		KURSENTVECKLING	
Marknadsvärde (MSEK)	2 619	1 mån (%)	-9,2
Nettoskuld (MSEK)	-83,6	3 mån (%)	27,1
Enterprise Value (MSEK)	2 535	12 mån (%)	84
Soliditet (%)	54,4	YTD (%)	-1
Antal aktier f. utsp. (m)	8,8	52-V Högst	417
Antal aktier e. utsp. (m)	9,2	52-V Lägst	165,0
Free Float (%)	100	Kortnamn	G5EN

	2016A	2017A	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	517	1 135	1 505	1 761
EBITDA (MSEK)	71,0	147	235	297
EBIT (MSEK)	38,1	102	160	204
EBT (MSEK)	38,1	102	159	204
EPS (just. SEK)	4,43	10,2	14,8	18,9
DPS (SEK)	0,75	2,50	3,60	4,70
Omsättningsstillväxt (%)	34,5	120	32,6	17,0
EPS tillväxt (%)	117	169	51,7	28,1
EBIT-marginal (%)	7,4	9,0	10,6	11,6

	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E (x)	27,0	32,7	20,2	15,7
P/BV (x)	5,6	12,7	7,9	5,6
EV/S (x)	1,6	2,4	1,7	1,4
EV/EBIT (x)	18,9	28,2	15,6	11,6
Direktavkastning	0,7	0,8	1,2	1,6

KURSENTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

HUVUDÄGARE	KAPITAL	RÖSTER
Swedbank Robur	9,7%	9,7%
Avanza Pension	7,6%	7,6%
Wide Development Limited	7,1%	7,1%
Purple Wolf Ltd	6,0%	6,0%

LEDNING		FINANSIELL KALENDER	
Ordf.	Petter Nylander	1Q-rapport	2018-05-03
VD	Vlad Suglobov	2Q-rapport	2018-07-27
CFO	Stefan Wikstrand	3Q-rapport	2018-11-06

RESULTATRÄKNING

MSEK	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Omsättning*	234	276	268	357	361	370	378	396	384	517	1 135	1 505	1 761	2 025
KSV*	-121	-142	-136	-178	-172	-175	-177	-184	-201	-271	-578	-707	-807	-911
<i>Varav Royalties</i>	<i>-51,0</i>	<i>-59,3</i>	<i>-55,0</i>	<i>-69,5</i>	<i>-63,2</i>	<i>-63,6</i>	<i>-63,9</i>	<i>-65,0</i>	<i>-85,6</i>	<i>-116</i>	<i>-235</i>	<i>-256</i>	<i>-278</i>	<i>-304</i>
Bruttoresultat	113,1	133	132	179	190	195	201	212	183	246	558	798	954	1 114
Rörelsekostnader	-92,0	-101	-99	-163	-150	-152	-154	-183	-163	-208	-456	-638	-750	-864
<i>Varav användarförvärv</i>	<i>-59,7</i>	<i>-70,5</i>	<i>-64,8</i>	<i>-120</i>	<i>-103</i>	<i>-104</i>	<i>-104</i>	<i>-131</i>	<i>-74</i>	<i>-106</i>	<i>-315</i>	<i>-441</i>	<i>-518</i>	<i>-597</i>
<i>Varav EO (inkl nedskrivningar)</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-8,2</i>	<i>-5,7</i>	<i>-4,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
EBIT	21,1	32,1	32,6	15,9	39,7	43,3	47,0	29,8	19,8	38,1	101,7	160	204	250
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,3
EBT	21,1	32,1	32,6	16,0	39,6	43,2	46,9	29,7	19,8	38,1	101,9	159	204	250
Skatt	-2,4	-3,1	-4,8	-2,3	-5,9	-6,5	-7,0	-4,5	-4,4	-4,8	-12,6	-23,9	-30,6	-37,5
Nettoresultat	18,7	29,0	27,9	13,7	33,6	36,7	39,9	25,2	15,3	33,3	89,3	135	174	213
EPS f. utsp. (SEK)	2,12	3,30	3,17	1,56	3,82	4,17	4,53	2,87	1,7	3,8	10,1	15,4	19,7	24,1
EPS e. utsp. (SEK)	2,04	3,16	3,03	1,50	3,66	4,00	4,34	2,75	1,7	3,8	9,7	14,8	18,9	23,1
Omsättningstillväxt Q/Q	26,9%	17,7%	-2,8%	33,0%	1,2%	2,4%	2,3%	4,7%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	132%	164%	112%	93,1%	54,0%	34,0%	41,0%	11,0%	47,9%	34,5%	120%	32,6%	17,0%	15,0%
Bruttomarginal	48,2%	48,4%	49,2%	50,2%	52,5%	52,8%	53,1%	53,6%	47,7%	47,6%	49,1%	53,0%	54,2%	55,0%
EBIT-marginal	9,0%	11,6%	12,2%	4,5%	11,0%	11,7%	12,4%	7,5%	5,1%	7,4%	9,0%	10,6%	11,6%	12,4%
Just. EBIT marginal*	9,4%	9,9%	11,6%	4,5%	11,0%	11,7%	12,4%	7,5%	8,0%	8,5%	8,5%	10,6%	11,6%	12,4%
Just. nettomarginal	8,3%	8,7%	9,8%	3,9%	9,3%	9,9%	10,5%	6,4%	6,8%	7,5%	7,4%	9,0%	9,9%	10,5%

*Justerat för nedskrivningar & övriga intäkter/kostnader

KASSAFLÖDE

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Kassaflöde från rörelsen	56	85	135	210	267	323
Förändring rörelsekapital	-1	5	-9	-7	-3	-1
Kassaflöde löpande verksamheten	55	90	126	204	263	321
Kassaflöde investeringar	-54	-54	-98	-140	-117	-130
Fritt kassaflöde	1	37	27	64	147	191
Kassaflöde fin. verksamheten	0	0	-5	-22	-32	-41
Nettokassaflöde	1	37	22	42	115	150

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

SEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	1,7	3,8	9,7	15,4	19,7	23,1
Just. EPS	2,7	4,4	10,2	15,4	19,7	23,1
BVPS	14,0	18,3	25,1	37,5	52,9	71,5
CEPS	6,2	10,2	13,7	22,2	28,7	35,0
DPS	0,0	0,8	2,5	3,6	4,7	5,7
ROE	13%	23%	46%	47%	42%	37%
Just. ROE	13%	23%	46%	47%	42%	37%
Soliditet	70%	62%	54%	63%	67%	71%

BALANSRÄKNING

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Immateriella tillgångar	97	111	115	181	204	225
Likvida medel	34	71	91	133	248	398
Totala tillgångar	177	260	424	550	722	928
Eget kapital	123	161	230	344	486	657
Nettoskuld	-34	-68	-84	-125	-240	-390
Rörelsekapital (Netto)	-14	-33	-3	4	7	8

AKTIESTRUKTUR

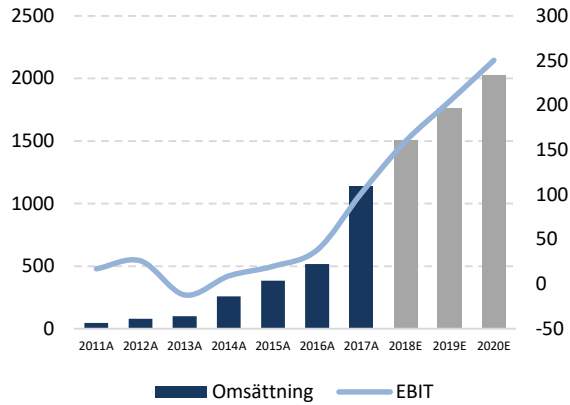
Antal A-aktier (m)	-	Riddargatan 18
Antal B-aktier (m)	8,8	114 51 Stockholm
Totalt antal aktier (m)	8,8	+46(8) 411 11 15
		www.G5e.com

BOLAGSKONTAKT
ESTIMATFÖRÄNDRINGAR

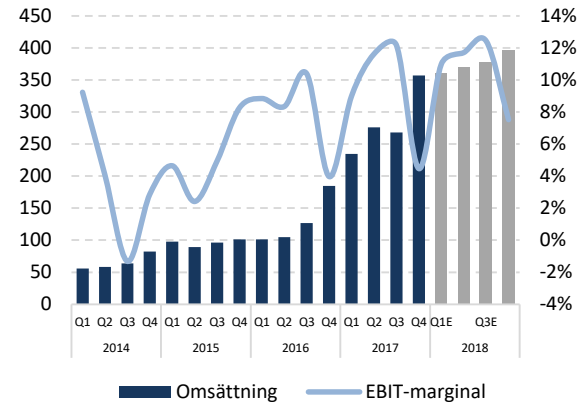
MSEK	4Q 2017E			2018E			2019E			
	Estimat	Utfall	Förändring	Förr	Nu	Förändring	Förr	Nu	Förändring	
Omsättning		356	357	0%	1384	1505	9%	1606	1 761	10%
EBIT		35,7	15,9	-55%	170	160	-6%	212	204	-4%
EPS (SEK)		3,49	1,56	-55%	16,40	15,40	-6%	20,46	19,72	-4%

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)



OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)



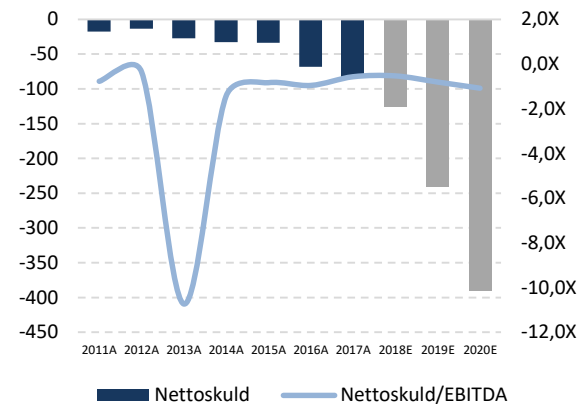
TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

* Jämf.tal från Q1 2014 justerade efter nya intäktsredovisningen

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y

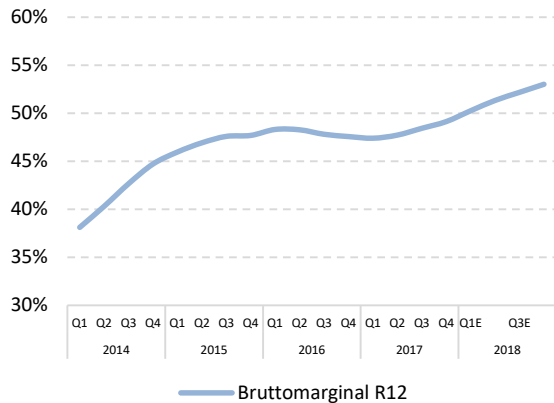


NETTOSKULD & NETTOSKULD/EBITDA

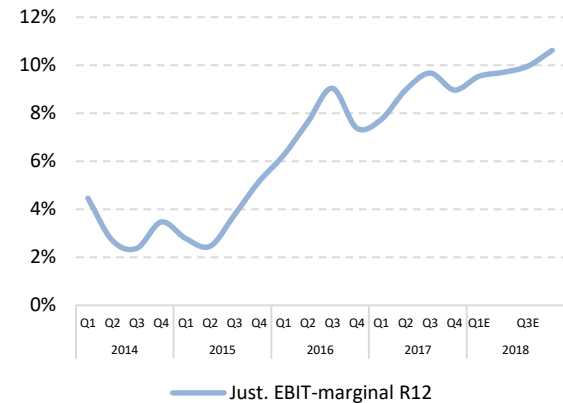


MARGINALUTVECKLING, RULLANDE 12m

BRUTTOMARGINAL (R12m)*



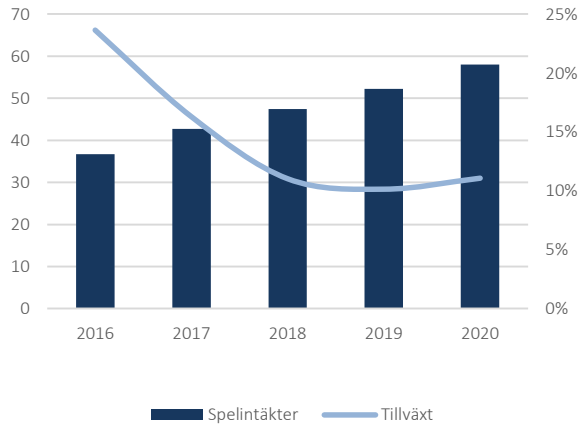
EBIT-MARGINAL (R12m)*



*För Q1 2014 och framåt redovisas kostnader inklusive distributörers kostnader vilket påverkar marginalerna

MARKNADS- & BOLAGSPECIFIKT

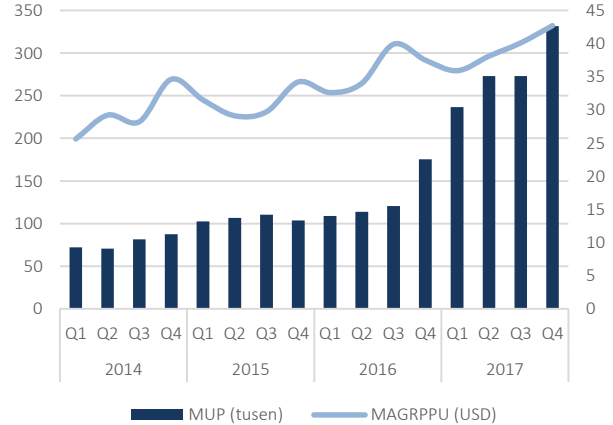
Mobilspelsintäkter globalt (USD Bn)



Källa: Newzoo

Newzoo prognostiserar att den globala mobilspelsmarknaden kommer omsätta 58 miljarder USD 2020, vilket illustreras av staplarna ovan. Linjen visar den årliga tillväxttakten y/y och den går från 24 procent 2016 till 11 procent 2020.

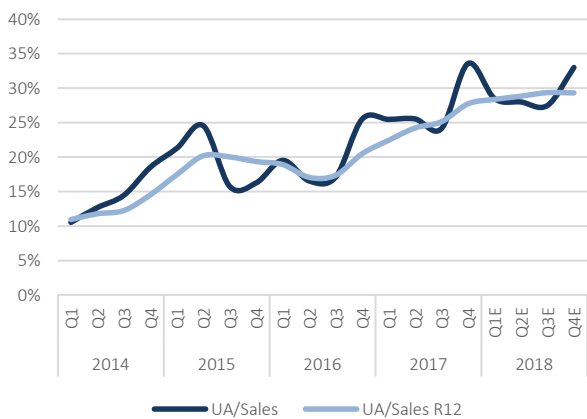
Antal betalande spelare & deras månatliga köp



Källa: Bolagsrapporter

Staplarna illustrerar antalet betalande spelare per månad i G5:s spel, mätt i tusental. Linjen symboliserar den genomsnittliga bruttointäkten för en betalande spelare per månad, mätt i USD. Kvartalssiffrorna är ett genomsnitt av de tre månaderna i varje givet kvartal.

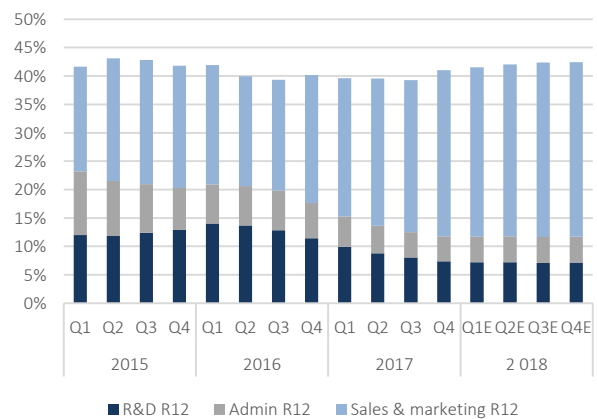
Användarförvärv/Försäljning



Källa: Bolagsrapporter, Remium

Denna graf visar användarförvärvens slagiga karaktär (mörkblå linje), samt hur dessa på senare tid ökat till en ny nivå strax över 25 procent av försäljningen. Anledningen till det har varit för att marknadsföra storsäljaren Hidden City samt fler egenutvecklade spel än tidigare. Med tanke på den slagiga kvartalsutvecklingen anser vi att man bör analysera användarförvärven mer långsiktigt. Den ljusblå linjen är ett förslag på en mer långsiktig syn och visar utvecklingen på rullande tolv månader.

Opex/Försäljning

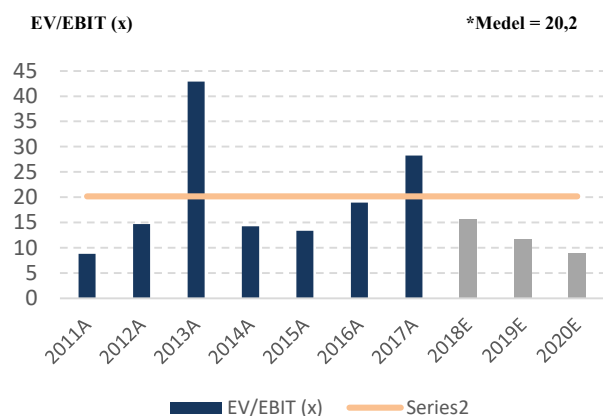
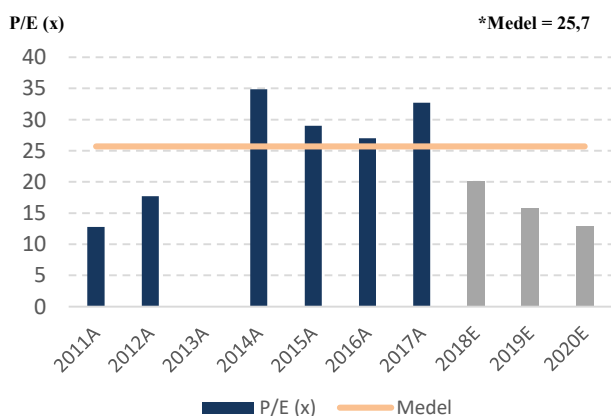


Källa: Bolagsrapporter, Remium

Trots den ökande andelen användarförvärv har G5 lyckats sänka Opex som andel av försäljningen, vilket visar på god skalbarhet för övriga kostnadsposter. Vi förväntar oss att denna trend fortsätter långsiktigt och estimerar en fortsatt krympande kostnadskostym som andel av försäljningen, dock räknar vi med att användarförvärven förblir höga under 2018.

HISTORISKA NYCKELTAL

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR	L3Y	L5Y
Sales	46	81	100	260	384	517	1 135	1 505	1 761	2 025		63,5%	69,6%
EBIT	17	26	-12	9	20	38	102	160	204	250		124%	31,5%
EPS	1,7	2,8	-1,3	0,8	1,7	3,8	9,7	14,8	18,9	23,1		132%	28,5%
											AVG.	L3Y	L5Y
P/E (x)	12,8	17,7	neg.	34,9	29,0	27,0	32,7	20,2	15,7	12,9		29,6	30,9
EV/EBITDA (x)	6,6	9,9	100,2	8,9	10,1	11,7	18,5	10,6	8,0	6,2		13,5	29,9
EV/EBIT (x)	8,8	14,7	42,9	14,3	13,3	18,9	28,2	15,6	11,6	8,9		20,2	23,5
EV/SALES (x)	3,2	4,7	2,6	0,8	1,1	1,6	2,4	1,7	1,4	1,1		1,7	1,7
P/FCF (x)	83312,5	neg.	neg.	46,7	645,0	24,6	107,5	42,9	18,6	14,3		nmf	nmf
P/BV (x)	3,9	5,9	3,2	2,3	3,6	5,6	12,7	7,9	5,6	4,2		7,3	5,5
ROA (%)	36,1%	33,3%	-12,1%	5,3%	9,5%	15,2%	26,1%	27,8%	27,3%	25,8%		16,9%	8,8%
ROE (%)	43,0%	40,6%	-15,0%	7,0%	13,5%	23,4%	45,6%	47,2%	41,8%	37,2%		27,5%	14,9%
ROCE (%)	55,8%	47,3%	9,9%	13,4%	24,6%	30,5%	52,7%	54,2%	48,4%	43,2%		35,9%	26,2%
ROC (%)	88,3%	66,0%	13,5%	19,4%	34,7%	48,0%	88,3%	87,4%	88,1%	97,7%		57,0%	40,8%
FCF YIELD (%)	0,0%	-1,2%	-7,2%	2,1%	0,2%	4,1%	0,9%	2,3%	5,4%	7,0%		1,7%	0,0%
DIV. YIELD (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,8%	1,2%	1,6%	1,9%		0,5%	0,3%
No. of shares (m)	7,8	8,0	8,8	8,8	8,8	8,8	9,2	9,2	9,2	9,2			
Market Cap (MSEK)	167	393	283	238	444	898	2 798	2 619	2 619	2 619			
EV (MSEK)	149	379	256	205	411	829	2 715	2 494	2 379	2 229			



*Medelvärdet baseras på historiska nyckeltal

G5 ENTERTAINMENT

Free-to-play spel till mobila plattformar

G5 Entertainment utvecklar och publicerar free-to-play spel för både smarta telefoner och surfplattor. Spelen är familjevänliga, lätta att lära, och riktar sig till en bred publik av erfarna och oerfarna spelare. Distributionen sker digitalt genom Apple, Google, Amazon och Windows olika applikationsbutiker. Utöver sina egenutvecklade spel arbetar bolaget även som förläggare för spel som licensierats från andra utvecklare, i detta fall betalas en royaltys till utvecklaren baserat på spelets försäljningsutveckling.



Kort om G5 Entertainment

Bolaget, som är noterat på Nasdaq OMX sedan juni 2014, har sitt huvudkontor i Stockholm och har totalt ca 350 medarbetare, det stora flertalet av dem placerade utanför Sverige. Den enhet som ansvarar för immateriella rättigheter, kreativa processer och licensiering av spel är placerad i Malta, medan utvecklingskontor och studios finns i Moskva och Kaliningrad i Ryssland och Kharkov och Lvov i Ukraina. G5 har också ett marknadsföringskontor i San Francisco, USA. 2017 hade G5 en omsättning på 1 135 miljoner kronor och ett resultat om 89 miljoner kronor.

Affärsmodellen fokuserar på free-to-play

I G5:s portfölj finns cirka tjugo free-to-play spel där primära genrerna är *Hidden Object*, *Puzzle* och *Time Management*. Utöver detta finns också ett större antal så kallade upplåsbara spel, som utgör ett arv från en tidigare affärsmodell. Skillnaden mellan de två speltyperna är att free-to-play spelen inte kostar spelaren någonting att ladda ner, men att det finns möjligheter att köpa virtuella varor i form av exempelvis tid, liv eller verktyg, under spelets gång. De upplåsbara spelen kan spelaren testa gratis under en period, men måste sedan betala en engångsavgift för att kunna fortsätta spela. Free-to-play spelen dominerar marknaden och den del av G5:s omsättning som kommer från dessa spel har vuxit mycket kraftigt och står nu för över 99 procent av omsättningen.

Spelen är tillgängliga för iOS, Android, Kindle Fire, Facebook samt enheter som drivs av Windows. De når kunden via digitala affärer som Apples App Store, Google Play och Amazon Appstore. G5 erbjuder egenutvecklade spel och är också förläggare för spel som licensierats från andra utvecklare. Samtliga spel utvecklade av bolaget baserar sig på den egenutvecklade Talisman-tekniken och detta är en av bolagets viktigaste konkurrensfördelar. Den möjliggör effektiv utveckling av innovativa och tekniskt avancerade spel och i kombination med bolagets väl genomarbetade processer kan spelen på ett enkelt och kostnadseffektivt sätt lanseras på samtliga plattformar kompatibla med Talisman och de översätts till 11 språk.

Hidden Object, Puzzle och Time Management primära genrerna

Talisman-tekniken möjliggör kostnadseffektiv utveckling

G5 ENTERTAINMENT

Attraktiv målgrupp

G5:s spel vänder sig till ett brett spektrum av spelare, men bolaget har valt att ha ett särskilt fokus på kvinnliga spelare i åldern över 35 år. Under 2009 såg G5 att detta segment av de mobila spelarna var bortglömt av spelindustrin, och började utveckla och publicera spel med särskild inriktning på detta segment. Företaget hade snabbt framgång med denna inriktning och har byggt vidare på det sen dess. Konkurrensen inom segmentet är lägre än för andra delar av marknaden men kräver djup förståelse för behoven hos publiken, som är annorlunda än inom den traditionella spelmarknaden. Företagets målgrupp har visat sig vara lojala spelare, de använder bolagets spel under ett år eller mer och kommer sannolikt inte heller försöka kringgå spelets intäktsmodell.

Tydligt fokus på kvinnor över 35 år

Tid för spel

I takt med att allt fler använder smarta mobiltelefoner och surfplattor både ökar och breddas den potentiella användarbasen. En ständigt förbättrad spelupplevelse samt bekvämligheten att kunna spela var som helst gör att användarna lämnar sina traditionella spelplattformar och blir mobila. När de gör det är surfplattor och smarta telefoner de spelplattformar som, räknat i antal enheter, ökar snabbast. "Vardagsspel" av den typ som G5 erbjuder bidrar också till att öka användarbasen, detta eftersom det är spel som är lätta att börja spela och som passar en bredare målgrupp än traditionella spel, både i kön och i ålder.

Även den genomsnittliga tid som varje spelare lägger på att spela spel ökar konstant. Ungefär en tredjedel av den totala tidsmängd som användarna av iOS- och Androidenheter spenderar på sina mobiler eller sina surfplattor ägnas åt spel. Intäkterna från olika typer av mobilspel förväntas, enligt analysbolaget Newzoo, öka från 38,6 miljarder dollar 2016 till 64,9 miljarder dollar fram till år 2020, vilket motsvarar en CAGR om cirka 14 procent.

CAGR om 14 procent för mobilspel väntas till 2020



DISCLAIMER

Report completed: 2018-03-05 09:25:13

Legally responsible publisher: Arash Hakimi Fard, Remium Nordic Holding AB ("Remium")
 Research performed by: Stefan Knutsson, analyst, Remium.

DISCLAIMER**Content and sources**

This document was prepared by Remium for general distribution. The content is based on judgements, recommendations and estimates prepared by Remium's analysts; generally available and public information that has been deemed reliable; or other specified sources. Judgements, recommendations and estimates pertaining to the valuation of financial instruments or companies named in this analysis are based on one or more valuation methods, such as cash flow analysis, key figures analysis, or technical analysis of price movements. Assumptions that are the basis for forecasts, target prices and estimates quoted or reproduced herein are found in the research material from the specified sources. Remium cannot guarantee the accuracy or completeness of external information. The content of the document is based on information that was current as of the date the document was published. Circumstances upon which this document was based may be affected by subsequent events, which naturally cannot be taken into account in this document. Judgements, recommendations and estimates may also change without prior notice. Please see www.introduce.se/analys/disclaimer/ for an explanation of the implications of the recommendations ["buy", "sell" and "hold"].

The document has not been reviewed prior to publication by any company mentioned in this analysis. Unless otherwise stated herein, Remium has not entered into an agreement with any of the companies mentioned to produce the recommendations in this analysis.

Remium's investment recommendations are based on the analyst's opinion as to how the share should be valued when the recommendation is finalized.

Remium's analysts normally update an investment recommendation only if a significant event has occurred that in the considered opinion of the analyst affects the value of the share.

Risks

The information herein must not be construed as a solicitation or recommendation to enter into any transaction. The information is not geared to the individual recipient's knowledge about or experience with investments or his or her financial situation or investment objectives. The information therefore does not constitute a personal recommendation or investment advice. The information must not be regarded as advice concerning the tax consequences of investment decisions. Investors are urged to augment the information provided herein with additional relevant material and to consult a financial adviser before making investment decisions. Remium disclaims any and all liability for direct or indirect losses that may be based on this document. Investments in financial instruments are associated with financial risk. Investments may increase or decrease in value or become worthless. Forecasts of future performance are based on assumptions and there is no guarantee that forecasts will prove to be accurate. Furthermore, historical performance does not guarantee future returns.

Conflicts of interest

Remium has established ethical guidelines and internal rules (policies and procedures) to identify, monitor and manage conflicts of interest. These are intended to prevent, preclude and, where applicable, manage conflicts of interest between the research department and other departments within the company and are based on restrictions (Chinese walls) imposed upon interdepartmental communications. Remium has also established internal rules that govern when trading is permitted in a financial instrument that is the subject of investment research. For more information about Remium's actions to prevent, preclude and manage conflicts of interest, please see www.introduce.se/Remium.

Remium is a market leader in corporate services related to listed small and medium cap companies, within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser, and may perform commissioned and paid research on behalf of the companies that are covered in the research product Remium Review.

For company-specific information on what services Remium provide each company, please visit this link:
https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/remium_affarsrelationer.pdf

The reader of this document may assume that Remium has received or will receive payment from the small and medium cap companies covered in the research in exchange for the performance of corporate financial services, which may lead to conflicts of interest between Remium and clients who read and act upon the research. The remuneration is agreed in advance and is not contingent upon the content of the research.

Companies in the Remium Group, their clients, management, or employees normally own or have positions in securities named herein. **The analyst who has prepared this analysis and his or her family/close associates have no financial interest in the financial instruments and recommendations to which the document refers and do not own or have positions in these financial instruments. Remium's analysts do not receive any remuneration directly connected to any corporate finance services provided by Remium or any of Remium's mandates within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser.**

Please see https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/rem_rek.pdf for information about our historical investment recommendations.

Please see <http://www.introduce.se/analys/disclaimer> for recommendations from the research department during the last twelve months

Distribution of this document

The document is not intended for natural or legal persons that are citizens of or domiciled in a country where distribution, announcement, publication, or participation requires a further prospectus, registration, or measures other than those required under Swedish law and regulations. Such countries include the United States of America, Canada, Australia, Hong Kong, South Africa, New Zealand and Japan. No measures have or will be taken by Remium to permit distribution, announcement and publication in the aforementioned countries.

This document must not be distributed, duplicated, quoted or referred to in such a manner that the content of the document is altered or distorted.