

G5 ENTERTAINMENT

KURS (SEK): 417,00

NASDAQ OMX Mid Cap

Konsumentvaror

- Omsättning högre än initial prognos
- Något högre EBIT-marginal
- Uppjusteringar över hela linjen

Omsättning högre än initial prognos. G5 rapporterade en omsättning om 373 MSEK (235) vilket var i linje med tidigare kommunikation från bolaget. Tillväxten uppgick därmed till 59 procent y/y och 4 procent sekventiellt. Justerat för valuta var motsvarande siffror 75 respektive 7 procent. Försäljningen var bättre än vår initiala prognos som uppgick till 361 MSEK. Ser vi till tillväxten från det fjärde kvartalet var den främst driven av en högre intäkt per betalande spelare. Geografiskt sett var mixen snarlik den i fjärde kvartalet med marginellt större bidrag från Nordamerika. Framgent kommer bolaget sluta rapportera sin omsättning innan kvartalsrapporten.

Något högre EBIT-marginal. EBIT uppgick till 49,4 MSEK (21,1) motsvarande en EBIT-marginal om 13,3 procent. Vår prognos var en EBIT om 47,1 MSEK med en marginal om 12,7 procent. Avvikelserna kan summeras en lägre bruttomarginal än förväntat, dock vägdes det upp av lägre andel användarförvärv samt lägre OPEX än prognos. Nettoeffekten av aktiveringar och avskrivningar i spelportföljen var 3,5 MSEK högre än vårt estimat och förklarar således den högre EBIT-marginalen. OPEX kostnaderna visade upp god skalbarhet i kvartalet. Att bruttomarginalen sjönk från det fjärde kvartalet är kopplat till en lägre andel användarförvärv, en kostnad som bolaget kan göra avdrag för mot royalty till externa spelutvecklare. Denna redovisningstekniska detalj var ny för oss och innebär att en högre andel användarförvärv också leder till något högre bruttomarginal och vice versa, allt annat lika.

Uppjusteringar över hela linjen. Efter rapporten justerar vi upp både omsättningsestimater och marginalantaganden. Omsättningsestimaten justeras upp med 8 procent drivet starka listplaceringar i april samt en förstärkt dollar. Rörelsemarginalen skruvas upp 0,8 procentenheter på grund av kvartalets avvikelse, lägre förväntade användarförvärv samt något högre skalbarhet på OPEX-kostnader. I motsatt riktning räknar vi med lägre bruttomarginal för 2018. Totalt resulterar detta i en uppjustering av rörelseresultatet om 15 procent.

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.

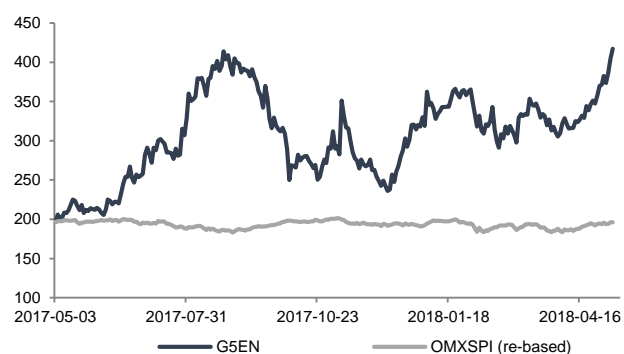
Analytiker: Stefan Knutsson
stefan.knutsson@remium.com, 08 454 32 48

NYCKELDATA		KURSENTVECKLING	
Marknadsvärde (MSEK)	3 677	1 mån (%)	33,4
Nettoskuld (MSEK)	-92,7	3 mån (%)	28,9
Enterprise Value (MSEK)	3 584	12 mån (%)	112
Soliditet (%)	54,9	YTD (%)	34,6
Antal aktier f. utsp. (m)	8,8	52-V Högst	422
Antal aktier e. utsp. (m)	9,1	52-V Lägst	201
Free Float (%)	100	Kortnamn	G5EN

	2016A	2017A	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	517	1 135	1 633	1 927
EBITDA (MSEK)	71,0	147	271	338
EBIT (MSEK)	38,1	102	192	243
EBT (MSEK)	38,1	102	192	243
EPS (just. SEK)	4,43	10,2	18,2	22,7
DPS (SEK)	0,75	2,50	3,60	4,70
Omsättningsstillväxt (%)	34,5	120	43,8	18,0
EPS tillväxt (%)	117	169	83,4	25,0
EBIT-marginal (%)	7,4	9,0	11,8	12,6

	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E (x)	27,0	32,7	23,0	18,4
P/BV (x)	5,6	12,7	10,2	6,9
EV/S (x)	1,6	2,4	2,2	1,8
EV/EBIT (x)	18,9	28,2	18,3	14,1
Direktavkastning	0,7	0,8	0,9	1,1

KURSENTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

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

LEDNING	FINANSIELL KALENDER
Ordf. Petter Nylander	2Q-rapport 2018-07-27
VD Vlad Suglobov	3Q-rapport 2018-11-06
CFO Stefan Wikstrand	4Q-rapport 2019-02-13

RESULTATRÄKNING

MSEK	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Omsättning*	234	276	268	357	373	406	416	439	384	517	1 135	1 633	1 927	2 216
KSV*	-121	-142	-136	-178	-187	-196	-200	-208	-201	-271	-578	-791	-898	-1 015
<i>Varav Royalties</i>	<i>-51,0</i>	<i>-59,3</i>	<i>-55,0</i>	<i>-69,5</i>	<i>-74,0</i>	<i>-73,4</i>	<i>-74,0</i>	<i>-74,6</i>	<i>-85,6</i>	<i>-116</i>	<i>-235</i>	<i>-296</i>	<i>-314</i>	<i>-343</i>
Bruttoresultat	113,1	133	132	179	186	209	216	231	183	246	558	842	1 029	1 201
Rörelsekostnader	-92,0	-101	-99	-163	-136	-159	-160	-194	-163	-208	-456	-650	-785	-915
<i>Varav användarförvärv</i>	<i>-59,7</i>	<i>-70,5</i>	<i>-64,8</i>	<i>-120</i>	<i>-95</i>	<i>-107</i>	<i>-108</i>	<i>-140</i>	<i>-74</i>	<i>-106</i>	<i>-315</i>	<i>-451</i>	<i>-540</i>	<i>-632</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	49,4	50,0	56,0	37,0	19,8	38,1	101,7	192	243	286
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EBT	21,1	32,1	32,6	16,0	49,4	49,9	55,9	36,9	19,8	38,1	101,9	192	243	286
Skatt	-2,4	-3,1	-4,8	-2,3	-5,4	-7,5	-8,4	-5,5	-4,4	-4,8	-12,6	-26,8	-36,5	-42,8
Nettoresultat	18,7	29,0	27,9	13,7	44,0	42,5	47,5	31,4	15,3	33,3	89,3	165	207	243
EPS f. utsp. (SEK)	2,12	3,30	3,17	1,56	4,99	4,78	5,35	3,53	1,7	3,8	10,1	18,6	23,3	27,3
EPS e. utsp. (SEK)	2,04	3,16	3,03	1,50	4,83	4,66	5,22	3,45	1,7	3,8	9,7	18,2	22,7	26,7
Omsättningstillväxt Q/Q	26,9%	17,7%	-2,8%	33,0%	4,4%	8,9%	2,5%	5,5%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	132%	164%	112%	93,1%	58,9%	47,0%	55,0%	23,0%	47,9%	34,5%	120%	43,8%	18,0%	15,0%
Bruttomarginal	48,2%	48,4%	49,2%	50,2%	49,9%	51,6%	51,9%	52,7%	47,7%	47,6%	49,1%	51,6%	53,4%	54,2%
EBIT-marginal	9,0%	11,6%	12,2%	4,5%	13,3%	12,3%	13,5%	8,4%	5,1%	7,4%	9,0%	11,8%	12,6%	12,9%
Just. EBIT marginal*	9,4%	9,9%	11,6%	4,5%	13,3%	13,1%	13,5%	8,4%	8,0%	8,5%	8,5%	12,0%	12,6%	12,9%
Just. nettomarginal	8,3%	8,7%	9,8%	3,9%	11,8%	10,5%	11,4%	7,2%	6,8%	7,5%	7,4%	10,3%	10,7%	11,0%

*Justerat för nedskrivningar & övriga intäkter/kostnader

KASSAFLÖDE

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Kassaflöde från rörelsen	56	85	135	250	302	353
Förändring rörelsekapital	-1	5	-9	-21	-6	-3
Kassaflöde löpande verksamheten	55	90	126	229	296	350
Kassaflöde investeringar	-54	-54	-98	-156	-125	-136
Fritt kassaflöde	1	37	27	73	171	214
Kassaflöde fin. verksamheten	0	0	-5	-25	-32	-42
Nettokassaflöde	1	37	22	49	139	172

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

SEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	1,7	3,8	9,7	18,6	23,3	26,7
Just. EPS	2,7	4,4	10,2	18,6	23,3	26,7
BVPS	14,0	18,3	25,1	40,9	60,0	82,1
CEPS	6,2	10,2	13,7	25,2	32,5	38,5
DPS	0,0	0,8	2,5	3,6	4,7	5,7
ROE	13%	23%	46%	55%	45%	37%
Just. ROE	13%	23%	46%	55%	45%	37%
Soliditet	70%	62%	54%	59%	65%	69%

BALANSRÄKNING

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Immateriella tillgångar	97	111	115	242	272	298
Likvida medel	34	71	91	140	279	452
Totala tillgångar	177	260	424	632	841	1 085
Eget kapital	123	161	230	372	547	748
Nettoskuld	-34	-68	-84	-135	-274	-447
Rörelsekapital (Netto)	-14	-33	-3	-48	-42	-40

AKTIESTRUKTUR

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Antal A-aktier (m)		-				
Antal B-aktier (m)		8,8				
Totalt antal aktier (m)		8,8				

BOLAGSKONTAKT

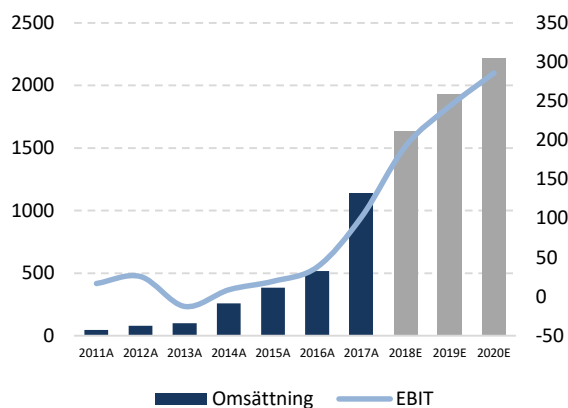
Riddargatan 18
114 51 Stockholm
+46(8) 411 11 15
www.G5e.com

ESTIMATFÖRÄNDRINGAR

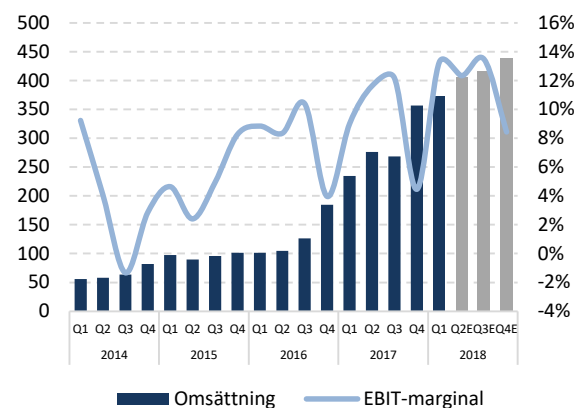
MSEK	1Q 2018A			2018E			2019E			
	Estimat	Utfall	Förändring	Förr	Nu	Förändring	Förr	Nu	Förändring	
Omsättning		372	373	0%	1516	1633	8%	1774	1 927	9%
EBIT		47,1	49,4	5%	167	192	15%	207	243	18%
EPS (SEK)		4,52	4,99	11%	15,91	18,61	17%	19,77	23,26	18%

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)



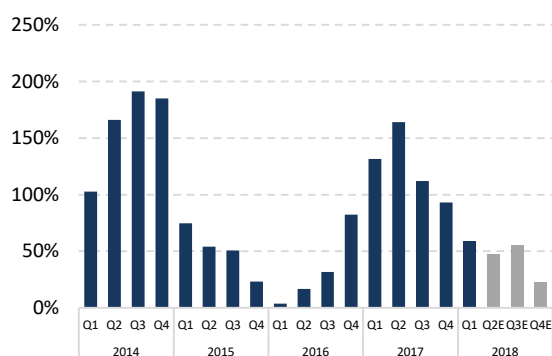
OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)



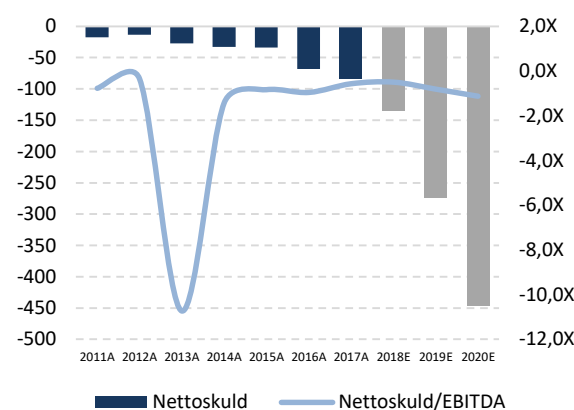
TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

* Jämf.tal från Q1 2014 justerade efter nya intäktsredovisningen

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y

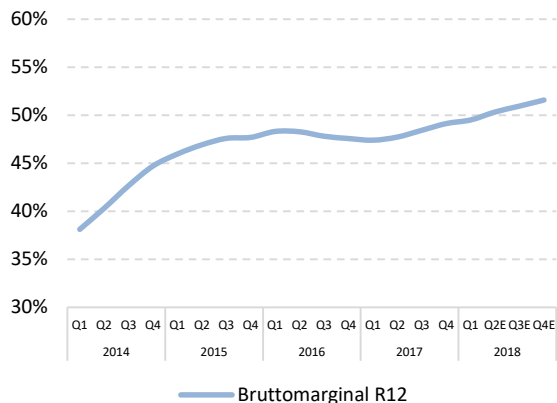


NETTOSKULD & NETTOSKULD/EBITDA

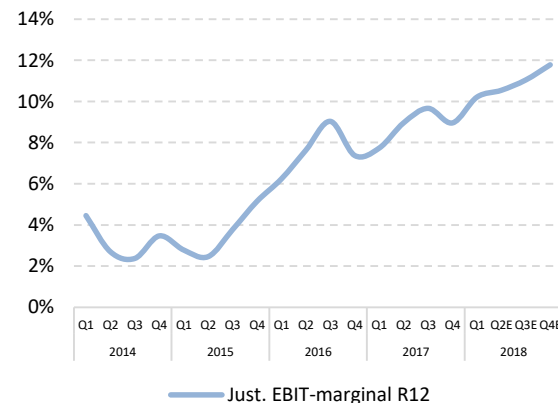


MARGINALUTVECKLING, RULLANDE 12m

BRUTTOMARGINAL (R12m)*



EBIT-MARGINAL (R12m)*



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

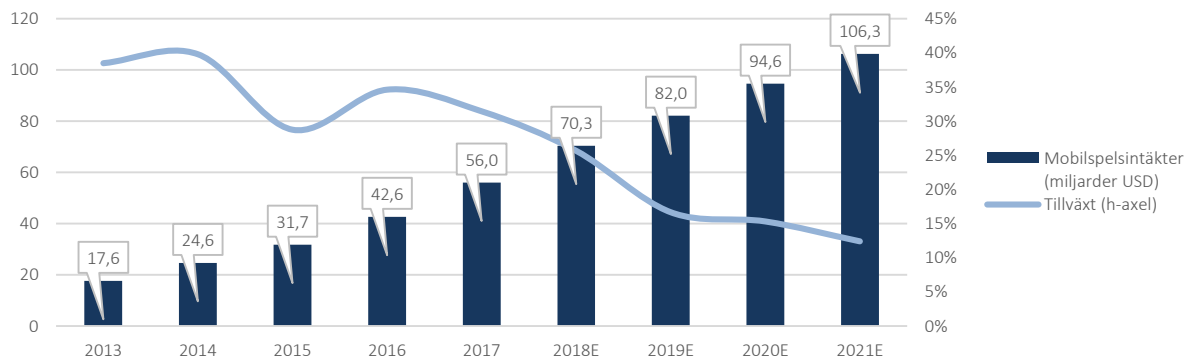
MOBILSPELSMARKNADEN

Mobilspelsmarknaden har vuxit kraftigt de senaste åren och har gått från att vara det minsta spelsegmentet 2013 till att växa förbi både PC- och konsolspel 2016. Den årliga tillväxten har mellan 2013 och 2017 legat i spannet mellan 30 och 40 procent.

Denna trend väntas fortsätta enligt analysföretaget Newzoo som prognostiserar att mobilspelsmarknaden kommer omsätta 70,3 miljarder USD 2018 vilket motsvarar en tillväxt om 26 procent y/y. Marknadsandelen väntas uppgå till 51 procent av spelmarknaden, de övriga segmenten konsol och PC väntas stå för 25 respektive 24 procent. Primärt tar mobilspelsmarknaden marknadsandelar från PC-segmentet och då främst från de browserbaserade onlinespelen, vars omsättning väntas halveras från 2017 till 2021. 2021 estimerar Newzoo att mobilspelsmarknaden kommer omsätta över 100 miljarder USD.

2018 väntas mobilspelsmarknaden stå för 51% av totala spelintäkter

Mobilspelsintäkter samt årlig tillväxt 2013-2021E



Källa: Newzoo, Remium

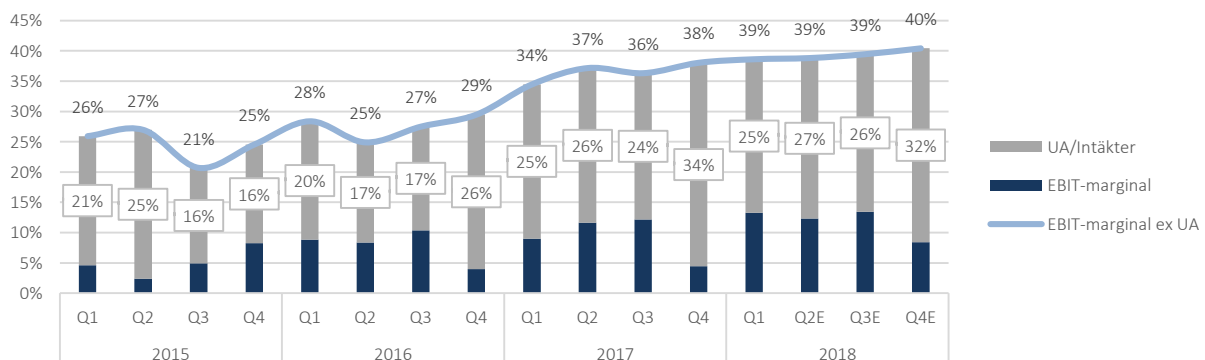
OPERATIONELL HÄVSTÅNG

Sedan 2015 har G5 lagt in allt större del av sina intäkter på användarförvärv (UA) då bolaget sett goda tillväxtpotentialer i nuvarande spelportfölj. Denna strategi har fallit väl ut då G5 har fått upp EBIT-marginalen då övriga kostnader har visat sig skalbara vid ökad omsättning. Detta har i sin tur skapat ytterligare utrymme för än mer användarförvärv. Exkluderas kostnaden för användarförvärv får vi ett mått på bolagets lönsamhetspotential i ett mer moget stadie. Om användarförvärven minskar till 20 procent av omsättningen skulle det numera innebära en EBIT-marginal på knappa 20 procent.

Vi prognostiserar att trenden i den underliggande lönsamheten fortsätter stärkas, om än i lite lägre takt än tidigare. För resterande kvartal 2018 räknar vi med användarförvärv om 27, 26 och 32 procent av omsättningen för Q2, Q3 respektive Q4.

Underliggande lönsamhet fortsätter stärkas

EBIT-marginal & andel användarförvärv (UA) 2015-2018E



Källa: Bolagsrapporter, Remium

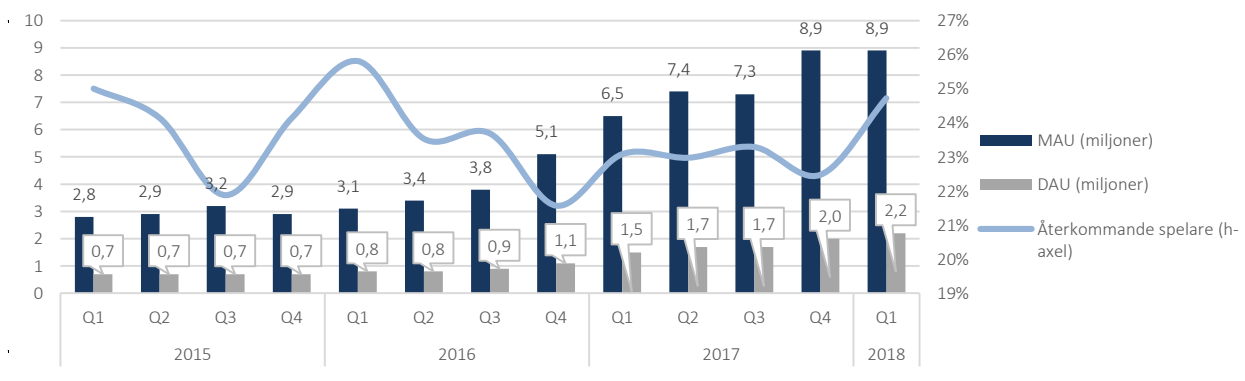
ANVÄNDARBASEN

Nedan ser vi hur G5:s användarbas har växt kraftigt de senaste kvartalerna. De blå staplarna illustrerar månatliga aktiva användare medan de grå staplarna visar dagliga aktiva användare. Under 2015 hade bolaget cirka 3 miljoner aktiva spelare per månad där ungefär 700 tusen av dessa spelade spelen varje dag. Nu utgör användarbasen knappt 9 miljoner månatliga aktiva spelare där drygt 2 miljoner är aktiva varje dag.

Genom att dividera antalet dagliga aktiva spelare genom de månatliga erhålls ett mått på andelen återkommande spelare, dvs. spelens "stickyness". Att ha en hög andel återkommande spelare är naturligtvis positivt då det ökar sannolikheten att dessa även spenderar pengar i spelet. Således kan man säga att det är ett mått på spelportföljens kvalitet över tid, dock kan måttet variera mellan kvartalerna beroende på hur många nya användare som förvärvas.

Viktigt att följa andelen återkommande spelare

Månatliga- & dagliga aktiva användare samt återkommande andel 2015-2018



Källa: Bolagsrapporter, Remium

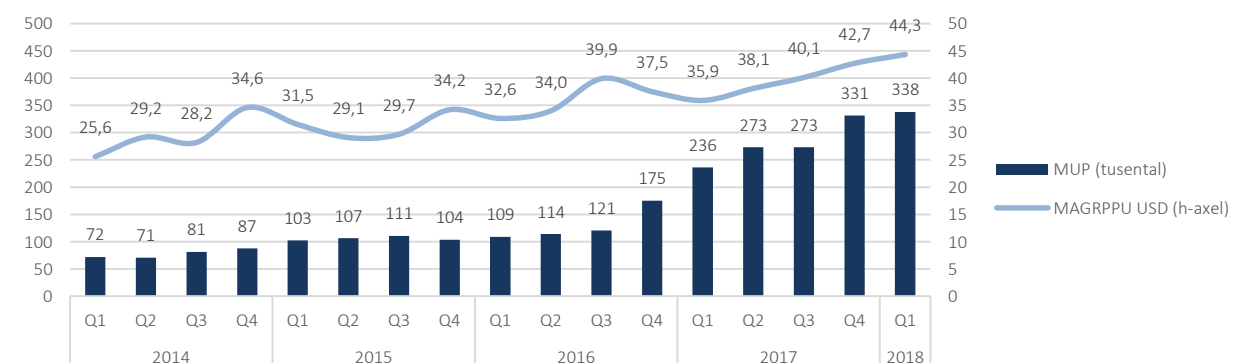
BETALANDE SPELARE

G5:s spel är gratis att ladda hem och spela vilket får till följd att det endast är liten del av den totala användarbasen som faktiskt spenderar pengar i spelen. Det är därav viktigt att de betalande spelarna växer när användarbasen utökas. I grafen nedan illustreras antalet månatliga betalande spelare av de blå staplarna och vi ser att de har hängt med upp i takt med den utökade användarbasen. Nu har G5 över 300 tusen betalande spelare per månad.

Trenden i hur mycket de betalande spelarna spenderar i genomsnitt varje månad har också ökat de senaste åren. I början av 2014 var snittintäkten per betalande spelare cirka 25 dollar i månaden, nu uppgår den siffran nästan till 45 dollar i månaden. En delförklaring till det är att bolaget vuxit kraftigt i Japan där snittintäkten per spelare är hög. Enligt Statista väntas snittintäkten per spelare öka på marknaderna i USA, Kina och Europa mellan 2017 och 2022.

Allt mer pengar läggs på mobilspel

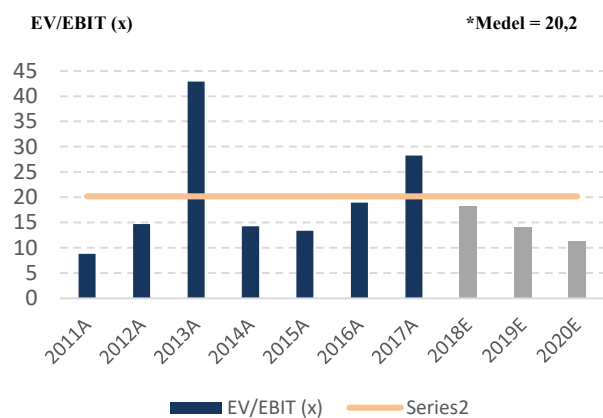
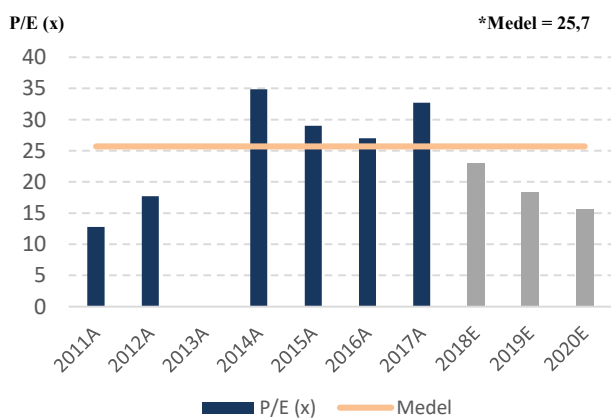
Antal månatliga betalande spelare & deras genomsnittliga månadsköp 2015-2018



Källa: Bolagsrapporter, Remium

HISTORISKA NYCKELTAL

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR	L3Y	L5Y
Sales	46	81	100	260	384	517	1 135	1 633	1 927	2 216		63,5%	69,6%
EBIT	17	26	-12	9	20	38	102	192	243	286		124%	31,5%
EPS	1,7	2,8	-1,3	0,8	1,7	3,8	9,7	18,2	22,7	26,7		132%	28,5%
											AVG.	L3Y	L5Y
P/E (x)	12,8	17,7	neg.	34,9	29,0	27,0	32,7	23,0	18,4	15,6		29,6	30,9
EV/EBITDA (x)	6,6	9,9	100,2	8,9	10,1	11,7	18,5	13,2	10,1	8,2		13,5	29,9
EV/EBIT (x)	8,8	14,7	42,9	14,3	13,3	18,9	28,2	18,3	14,1	11,4		20,2	23,5
EV/SALES (x)	3,2	4,7	2,6	0,8	1,1	1,6	2,4	2,2	1,8	1,5		1,7	1,7
P/FCF (x)	83312,5	neg.	neg.	46,7	645,0	24,6	107,5	51,8	22,2	17,7		nmf	nmf
P/BV (x)	3,9	5,9	3,2	2,3	3,6	5,6	12,7	10,2	6,9	5,1		7,3	5,5
ROA (%)	36,1%	33,3%	-12,1%	5,3%	9,5%	15,2%	26,1%	31,3%	28,1%	25,2%		16,9%	8,8%
ROE (%)	43,0%	40,6%	-15,0%	7,0%	13,5%	23,4%	45,6%	54,9%	45,0%	37,5%		27,5%	14,9%
ROCE (%)	55,8%	47,3%	9,9%	13,4%	24,6%	30,5%	52,7%	62,5%	52,4%	43,8%		35,9%	26,2%
ROC (%)	88,3%	66,0%	13,5%	19,4%	34,7%	48,0%	88,3%	100,2%	95,5%	99,6%		57,0%	40,8%
FCF YIELD (%)	0,0%	-1,2%	-7,2%	2,1%	0,2%	4,1%	0,9%	1,9%	4,5%	5,6%		1,7%	0,0%
DIV. YIELD (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,8%	0,9%	1,1%	1,4%		0,5%	0,3%
No. of shares (m)	7,8	8,0	8,8	8,8	8,8	8,8	9,2	9,1	9,1	9,1			
Market Cap (MSEK)	167	393	283	238	444	898	2 798	3 707	3 707	3 707			
EV (MSEK)	149	379	256	205	411	829	2 715	3 572	3 433	3 260			



*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: 2018-05-08 17:22:08

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.