

EWORX

KURS (SEK): 88,50

NASDAQ OMX Small Cap

Konsult

- Lägre tillväxttakt i linje med prognos
- Högre kostnader gav lägre EBIT
- Målsättningen kvarstår

Lägre tillväxttakt i linje med prognos. Försäljningen ökade med cirka 10% y/y till 2 623 MSEK, vilket var i linje med vår prognos. Tillväxttakten var således klart lägre än vad vi sett från bolaget de senaste kvartalen men samtidigt var jämförelsesiffrorna tuffa då tillväxten under Q1 2017 var hela 42%. Därtill medförde kalendereffekter att antalet arbetsdagar minskade med en (1) i de flesta regioner. Sett till respektive land var utvecklingen i det betydelsefulla Sverige god medan övriga regioner var svagare än beräknat, särskilt Danmark där en större kunds minskande efterfrågan fortsätter att inverka negativt. Generellt beskrivs efterfrågan på konsultmarknaden som fortsatt stark om än med vissa tecken på lägre tillväxttakt, vilket efter en lång period av god tillväxt ter sig naturligt. Ordergången minskade med 5% y/y och påverkades negativt av kalendereffekter då orderläggning skett efter kvartalets slut.

Högre kostnader gav lägre EBIT. EBIT blev 22,5 MSEK (27,4), att jämföra med vår prognos om 27,8 MSEK. I rapporten framgår dock att bland annat kalendereffekter och företagsaktiviteter medfört 7 MSEK i negativ resultateffekt som stör jämförelsen. Bruttomarginalen var strax över prognos och fortsatte således den stabiliserande trend vi sett de senaste kvartalen. Ledningen framhåller att bolaget ej tagit någon övertagsaffär under kvartalet, vilket kan antas påverkat bruttomarginalen positivt men motverkar samtidigt tillväxten. OPEX ökade mer än väntat till följd av en hög rekrytering under kvartalet.

Målsättning kvarstår. Våra försäljningsprognoser sänks marginellt då nedjusteringar i de mindre regionerna i hög grad kompenseras en mindre höjning i det betydande Sverige. Även om kvartalet innehöll vissa kostnader av engångskaraktär så gör den tydliga tillväxten av medarbetare att OPEX-prognosen höjs. Ledningen står fast vid målsättningen om att "Ework ska nå en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt på 20 procent och vinsten per aktie ska öka med i genomsnitt 20 procent per år" 2016–2020. Således bör vi inte se några ytterligare större kostnadsökningar. Våra nuvarande prognoser innebär en EBIT-tillväxt om i snitt 17% per år 2016–2020.

BOLAGSBESKRIVNING

Ework Group AB är en komplett konsultleverantör med uppdrag inom IT, telekom och teknik. Eworks affärsidé bygger på att hjälpa företag och organisationer att hitta rätt konsulter till rätt projekt. Samtidigt är Ework en intressant marknads- och försäljningskanal för framförallt små och medelstora konsultföretag. Bolaget är verksamt i Norden samt Polen

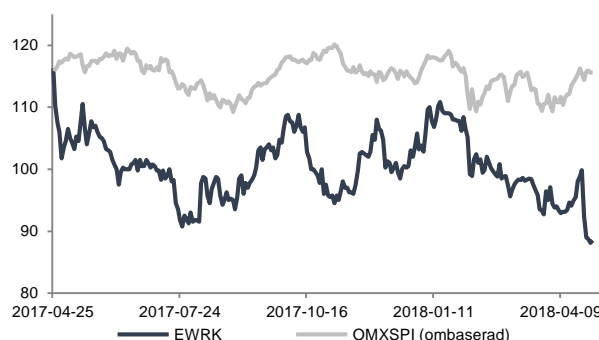
Analytiker: Fredrik Nilsson
fredrik.nilsson@remium.com, 08 454 32 78

NYCKELDATA		KURSUTVECKLING	
Marknadsvärde (MSEK)	1 526	1 mån (%)	-8,9
Nettoskuld (MSEK)	161	3 mån (%)	-16,8
Enterprise Value (MSEK)	1 687	12 mån (%)	-16,5
Soliditet (%)	6,0	YTD (%)	-16,3
Antal aktier f. utsp. (m)	17,2	52-V Högst	113
Antal aktier e. utsp. (m)	17,2	52-V Lägst	86,5
Free Float (%)	40,0	Kortnamn	EWKX

	2016A	2017A	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	7 585	9 503	11 101	12 512
EBITDA (MSEK)	93,9	108	124	150
EBIT (MSEK)	92,9	106	121	147
EBT (MSEK)	94,2	106	118	143
EPS (just. SEK)	4,21	4,64	5,24	6,41
DPS (SEK)	4,00	4,50	5,50	6,50
Omsättningstillväxt (%)	24,6	25,3	16,8	12,7
EPS tillväxt (%)	21,0	10,2	12,9	22,2
EBIT-marginal (%)	1,23	1,12	1,09	1,18

	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E (x)	18,5	22,8	16,9	13,8
P/BV (x)	9,9	12,0	10,1	9,1
EV/S(x)	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA (x)	13,6	18,3	13,8	11,4
EV/EBIT (x)	13,8	18,6	14,1	11,6
Direktavkastning (%)	5,1	4,3	6,2	7,3

KURSUTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic

HUVUDÄGARE	KAPITAL	RÖSTER
Salénia AB	26,6%	26,6%
Avanza Pension Försäkring	18,1%	18,1%
Öresund Investment AB	10,6%	10,6%
Veralda Investment Ltd	4,7%	4,7%

LEDNING		FINANSIELL KALENDER	
Ordf.	Staffan Salén	2Q-rapport	2018-07-19
VD	Zoran Covic	3Q-rapport	2018-10-19
CFO	Magnus Eriksson		

RESULTATRÄKNING

MSEK	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Omsättning	2 389	2 389	2 011	2 714	2 623	2 862	2 435	3 180	6 089	7 585	9 503	11 101	12 512	13 829
Övriga rörelseintäkter	2	1	6	5	3	2	2	1	0	10	14	7	3	3
Uppdragsspecifika externa kost.	-2 288	-2 286	-1 925	-2 599	-2 511	-2 741	-2 332	-3 045	-5 799	-7 241	-9 099	-10 628	-11 984	-13 248
Övriga externa kostnader	-25	-27	-26	-27	-27	-27	-26	-27	-58	-76	-105	-108	-114	-120
Personalkostnader	-50	-51	-47	-56	-65	-63	-57	-64	-153	-184	-205	-248	-267	-284
EO-poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	28	25	18	37	23	34	22	45	79	94	108	124	150	180
Avskrivningar	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-1	-1	-2	-3	-3	-3
EBIT	27	25	18	36	23	33	21	44	78	93	106	121	147	177
Finansnetto	-0,1	0,3	-0,8	-0,1	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1	1	-1	-3	-4	-4
EBT	27	25	17	36	22	32	20	43	78	94	106	118	143	173
Skatt	-6	-6	-4	-9	-5	-7	-5	-10	-18	-22	-25	-27	-33	-40
Nettoresultat	20,7	19,2	13,1	27,0	16,8	24,6	15,6	33,4	60	73	80	90	110	133
EPS f. utsp. (SEK)	1,21	1,12	0,76	1,57	0,97	1,43	0,90	1,94	3,49	4,22	4,64	5,24	6,41	7,73
EPS e. utsp. (SEK)	1,21	1,12	0,76	1,57	0,97	1,43	0,90	1,94	3,48	4,21	4,64	5,24	6,41	7,73
Omsättningstillväxt Q/Q	3%	0%	-16%	35%	-3%	9%	-15%	31%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	42%	23%	22%	17%	10%	20%	21%	17%	29%	25%	25%	17%	13%	11%
EPS-tillväxt Y/Y	39%	-1%	-14%	17%	-19%	28%	19%	24%	43%	21%	10%	13%	22%	21%
Bruttomarginal	4,23%	4,28%	4,27%	4,23%	4,28%	4,25%	4,25%	4,25%	4,76%	4,54%	4,25%	4,26%	4,22%	4,20%
Just. EBITDA marginal	1,16%	1,06%	0,92%	1,35%	0,88%	1,17%	0,90%	1,42%	1,30%	1,24%	1,13%	1,12%	1,20%	1,30%
Just. EBIT marginal	1,14%	1,04%	0,89%	1,33%	0,86%	1,15%	0,87%	1,40%	1,29%	1,23%	1,12%	1,09%	1,18%	1,28%

KASSAFLÖDE

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Kassaflöde från rörelsen	68	78	84	91	113	136
Förändring rörelsekapital	-156	19	-13	-18	-14	-18
Kassaflöde löpande verksamheten	-88	97	71	78	99	119
Kassaflöde investeringar	-1	-13	-18	-12	-10	-11
Fritt kassaflöde	-89	84	53	66	89	108
Kassaflöde fin. verksamheten	-4	-70	-115	-95	-95	-112
Nettokassaflöde	-93	15	-62	-29	-5	-5

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

SEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	3,48	4,21	4,64	5,24	6,41	7,73
Just. EPS	3,48	4,21	4,64	5,24	6,41	7,73
BVPS	6,55	7,90	8,80	8,8	9,7	10,92
CEPS	-5,16	5,63	4,12	4,54	5,76	6,88
DPS	3,25	4,00	4,50	5,50	6,50	6,50
ROE	50%	58%	56%	60%	69%	75%
Just. ROE	50%	58%	56%	60%	69%	75%
Soliditet	6%	6%	5%	5%	5%	5%

BALANSRÄKNING

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Immateriella tillgångar	0,3	9,9	24,4	33,3	39,6	46,7
Likvida medel	96	112	49	21	15	11
Totala tillgångar	1 798	2 329	2 808	3 245	3 608	3 970
Eget kapital	112	136	152	151	167	188
Nettoskuld	-27	-62	152	179	185	189
Rörelsekapital (Netto)	177	168	317	307	316	329

AKTIESTRUKTUR

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Antal A-aktier (m)		-				
Antal B-aktier (m)		17,2				
Totalt antal aktier (m)		17,2				

BOLAGSKONTAKT

Klarabergsgatan 60
111 21 Stockholm
+46 (0)8 50 60 55 00
www.ework.se

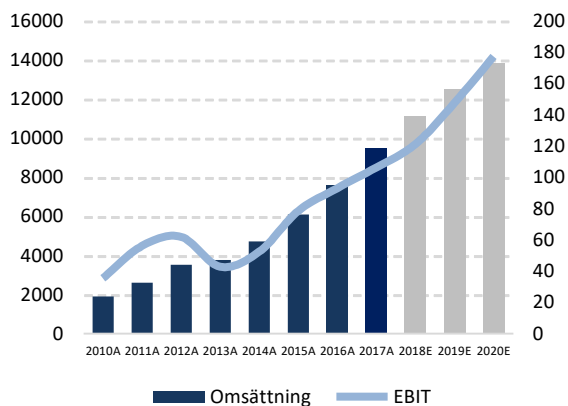
Källor: Bolagsrapporter, Remium Nordic

ESTIMATFÖRÄNDRINGAR

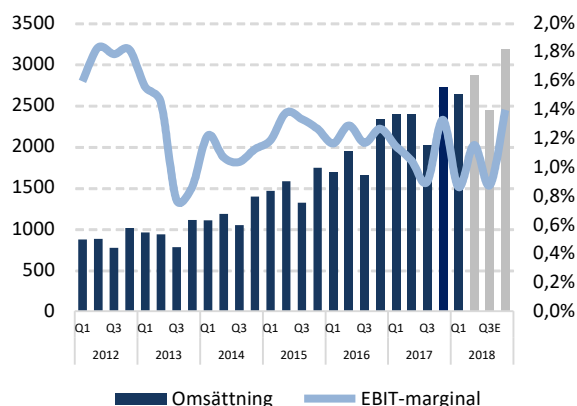
MSEK	1Q 2018A			2018E			2019E			
	Estimat	Utfall	Skillnad	Förr	Nu	Förändring	Förr	Nu	Förändring	
Omsättning		2 655	2 623	-1%	11 174	11 101	-1%	12 599	12 512	-1%
EBIT		27,8	22,5	-19%	129	121	-6%	156	147	-6%
Just. EPS (SEK)		1,20	0,97	-19%	5,60	5,24	-6%	6,77	6,41	-5%

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)

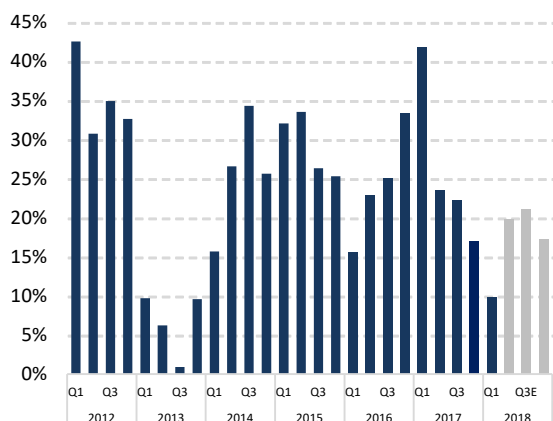


OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)

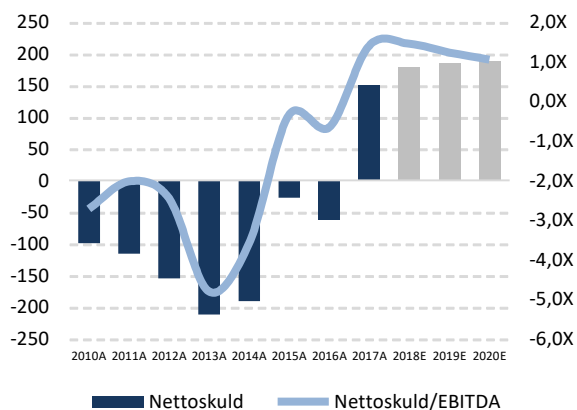


TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y



NETTOSKULD & NETTOSKULD/EBITDA

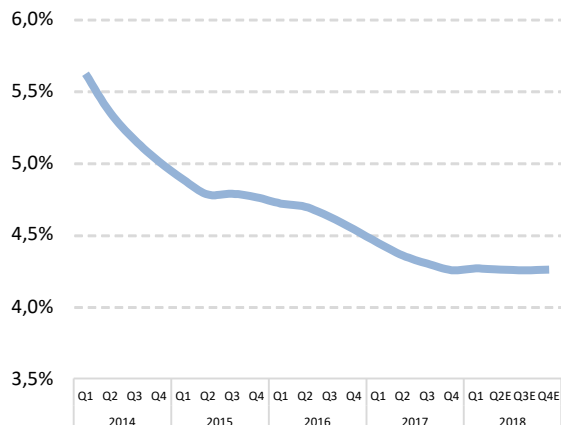


MARGINALUTVECKLING, RULLANDE 12m

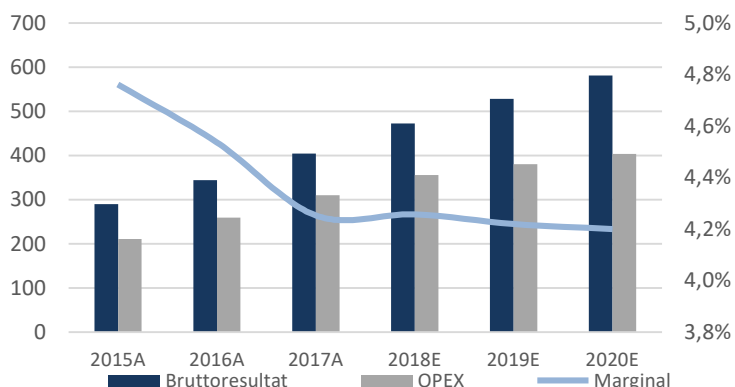
EBIT-MARGINAL (R12m)



BRUTTOMARGINAL (R12m)



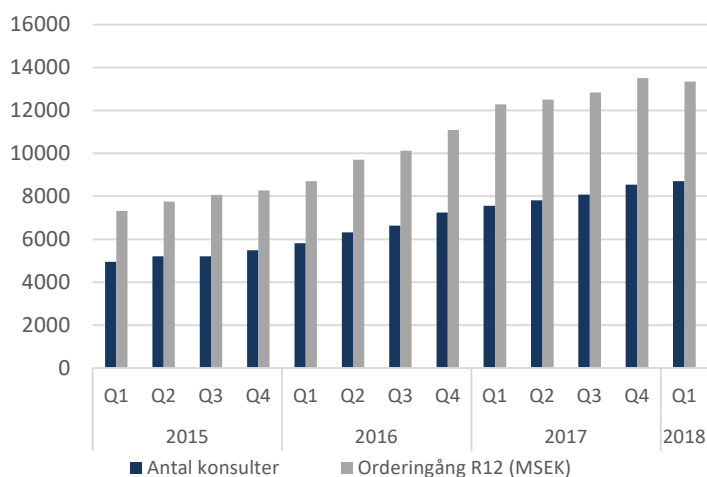
BRUTTOMARGINAL, BRUTTORESULTAT & OPEX



Låg bruttomarginal - en redovisningseffekt
 Eworks bruttomarginal har de senaste åren minskat från knappt 5% till drygt 4%. Nedgången har bland annat drivits av större åtaganden hos större kunder samt en ökad andel offentliga kunder. Eworks bruttoresultat kan ses som dess försäljning om bolaget betraktas enbart som en förmedlare av konsulttjänster. Ledningen menar dock att bolagets faktiska försäljning är intressant då ledningen ser ett värde i att vara största aktör sett till omsättning. På OPEX-nivå kan skalbarheten antas vara god framgent, där digitaliseringssatsningar medför kostnadsökningar i det korta perspektivet.

Källa: Bolagsrapporter, Remium Nordic

ANTAL KONSULTER OCH ORDERINGÅNG



Konsulter och ordergång driver tillväxt
 Den efterfråga Ework kan väntas möta framgent förklaras i hög grad av ordergången, där ökningen den senaste tiden varit extra hög till följd av längre genomsnittlig kontraktlängd. För att kunna möta efterfrågan behöver Ework hitta konsulter. Siffrorna i grafen avser visserligen det högsta antalet verksamma konsulter under perioden men ger, enligt vår bedömning, ändå en god indikation på Eworks leveransförmåga. Vid sidan av en stark konjunktur, särskilt inom konsultbranschen, har även den strukturella förflyttningen mot egenanställningar gynnat bolaget.

Källa: Bolagsrapporter, Remium Nordic

FÖRSÄLJNING PER REGION

	2017				2018				2017A	2018E	2019E	2020E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2E	Q3E	Q4E				
Sverige	1896	1915	1589	2212	2162	2360	1967	2620	7613	9109	10202	11223
Tillväxt y/y	36%	20%	21%	19%	14%	23%	24%	18%	23%	20%	12%	10%
Finland	130	137	116	144	131	150	137	171	527	589	672	753
Tillväxt y/y	55%	39%	24%	15%	1%	9%	18%	18%	31%	12%	14%	12%
Danmark	169	163	152	159	127	143	143	157	644	569	654	733
Tillväxt y/y	69%	41%	24%	-4%	-25%	-13%	-6%	-2%	28%	-12%	15%	12%
Norge	195	173	153	198	202	210	188	232	719	833	983	1121
Tillväxt y/y	89%	43%	38%	19%	4%	21%	23%	17%	43%	16%	18%	14%

ework

Konsultleverantör utan egna konsulter

Eworks affärsidé bygger på att hjälpa företag och organisationer att hitta rätt konsulter till rätt projekt. Kärnan i bolagets verksamhet är en databas bestående av över 100 000 konsulter. Konsulterna är inte anställda på eWork utan bolaget fokuserar istället helt på sökuppdraget - att hitta rätt specialistkompetens till kundernas uppdrag.



Konsultdatabasen kärnan i bolagets erbjudande

Ework hjälper företag och organisationer att hitta rätt konsulter och/eller konsultbolag till rätt projekt. Samtidigt är eWork en intressant marknads- och försäljningskanal för framförallt små och medelstora konsultföretag som annars har svårt att konkurrera med de större spelarnas bredd och flexibilitet. Bolagets fokusområden är IT och Telekom men eWork har även breddat sitt erbjudande mot tjänster inom Teknik och Verksamhetsutveckling. Det finns en tydlig trend på marknaden att företagen söker efter rationell och konsoliderad hantering av sina konsultinköp. Detta kan eWork som mellanhand erbjuda till kunden.

*Databas bestående av över
100 000 konsulter*

Ework har en databas bestående av över 100 000 konsulter till förfogande vid sin konsultleverans. Viktigt att förstå är att dessa konsulter inte är anställda på eWork utan bolaget är istället helt fokuserat på sin uppgift, nämligen sökuppdraget - att hitta rätt specialistkompetens till kundernas uppdrag. En stor styrka i bolaget är även strukturkapitalet i form av processer och rutiner har byggts upp. Dessutom finns ett stort värde i all den information och erfarenhet eWork samlar kring konsulterna i sitt nätverk samt de avancerade indexerings- och sökverktyg som ständigt förfinas.

Marknadsledande i Norden

Ework har för närvarande verksamheter i Sverige, Finland, Danmark, Norge och Polen med kontinuerligt över 7 000 konsulter på uppdrag. Omkring tre fjärdedelar av försäljningen kommer från Sverige men en expansion i Norden och norra Europa sker succesivt. Ework erbjuder flexibla lösningar för allt från branschledande företag med global verksamhet till mindre som verkar på en lokal marknad samt för myndigheter och organisationer.

*Kontinuerligt över 7 000
konsulter på uppdrag*

ework

Skräddarsydda konsultlösningar

Sammanslaget kan Eworks affär grovt delas in i tre delar:

1. Tillsättning av enskilda konsulter

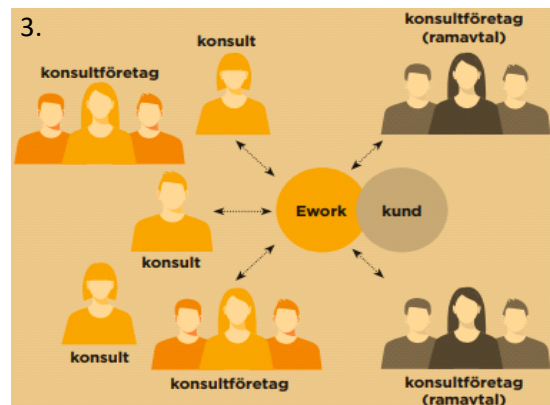
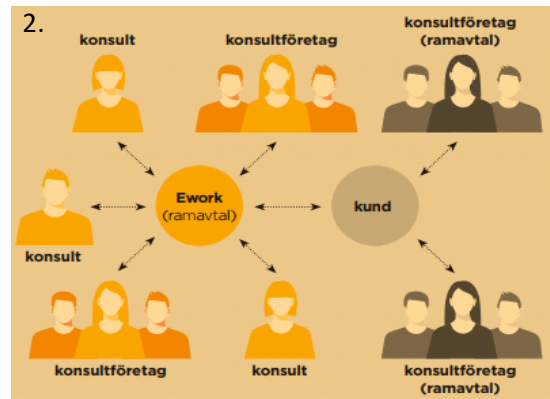
Ework tillsätter enskilda konsulter – snabbt, enkelt och smidigt. Med möjlighet att välja från ett av norra Europas bredaste nätverk av konsulter kan bolaget erbjuda bästa kompetens till rätt pris – när och där kunden behöver den.

2. Hantering av konsulter utan ramavtal

Ework kan också erbjuda ett helhetsgrepp över ett företags alla konsulter utanför ramavtalen. Det innebär att de bara behöver kommunicera med en part. Det ger bättre styrning och ökad kontroll över konsultinköpet.

3. Inköp av samtliga konsulttjänster

För konsultköpare kan Ework även fungera som en operativ inköpsfunktion som tar hand om allt från upphandling av konsulter till fakturering och avtal. Ework hjälper till att definiera behovet av kompetens, vägleder konsulterna, tar hand om administration och utvärdering. Det resulterar i besparingar av både tid och pengar. Bolaget hjälper också uppdragsgivare att höja blicken och analysera framtida behov – för att säkerställa att de i god tid kan garantera sig om bästa möjliga kompetens till kommande uppdrag.



Sparar tid och pengar

Eworks utgångspunkt är enkel – istället för att företagen ska lägga ned tid och resurser på att köpa in och hantera konsulter så tar de hand om det. Bolaget hjälper till att formulera uppdraget och sköter därefter hela upphandlingen av konsulter samt även fakturering och avtal. Resultatet blir förenklad administration, ökad effektivitet och betydande tidsbesparingar. Enligt Eworks interna mätningar sparar bolagets kunder i genomsnitt 45 procent av den tid som läggs på konsulthantering.

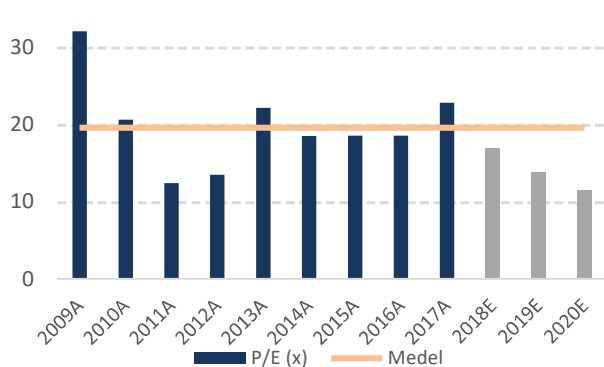
Konsultleverantörerna blir fler och allt mer nischade. Ework skapar transparens och jämförbarhet i hanteringen. Det stärker konkurrensen bland konsulterna och utgör grunden för att Ework alltid kan erbjuda rätt kompetens till marknadspris. På så sätt kan konsultkostnaderna minska med i genomsnitt 10 procent relativt jämförbara fall där kunden själv sökt och tillsatt konsulter.

HISTORISKA NYCKELTAL

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR	L3Y	L5Y
Sales	1 640	1 904	2 612	3 525	3 768	4 714	6 089	7 585	9 503	11 101	12 512	13 829		26,3%	23,8%
EBIT	15	35	56	62	43	52	78	93	106	121	147	177		29,5%	10,7%
EPS	0,7	1,6	2,5	2,7	1,9	2,4	3,5	4,2	4,6	5,2	6,4	7,7		30,7%	11,2%
DPS	0,8	1,2	1,9	2,5	2,5	4,5	3,3	4,0	4,5	5,5	6,5	6,5		17,0%	16,7%
													AVG.	L3Y	L5Y
P/E (x)	32,0	20,6	12,4	13,5	22,1	18,5	18,5	18,5	22,8	16,9	13,8	11,4		18,5	18,2
EV/EBITDA (x)	17,1	12,0	7,0	7,5	11,3	10,8	13,6	13,6	18,3	13,8	11,4	9,5		12,7	11,4
EV/EBIT (x)	18,2	12,3	7,1	7,6	11,6	11,0	13,7	13,8	18,6	14,1	11,6	9,7		12,8	11,5
EV/SALES (x)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1		0,2	0,1
P/FCF (x)	28,8	45,9	14,7	9,7	7,2	38,0	neg.	15,9	34,4	23,1	17,1	14,2		27,0	17,7
P/BV (x)	4,7	5,8	4,5	4,7	5,6	6,0	9,8	9,9	12,0	10,1	9,1	8,1		8,6	7,2
ROA (%)	2,5%	5,1%	6,3%	5,1%	2,8%	3,1%	3,7%	3,5%	3,1%	3,0%	3,2%	3,5%		3,4%	3,6%
ROE (%)	14,0%	29,9%	40,2%	37,4%	24,5%	32,7%	50,0%	58,4%	55,7%	59,6%	69,3%	75,0%		47,1%	40,6%
ROCE (%)	17,9%	40,7%	54,2%	49,5%	32,7%	41,4%	51,0%	50,7%	39,5%	34,4%	41,0%	46,9%		47,7%	45,1%
ROC (%)	19,4%	44,2%	57,9%	52,3%	34,3%	43,2%	52,5%	53,8%	43,8%	38,8%	47,4%	55,0%		49,9%	47,2%
FCF YIELD (%)	3,5%	2,2%	6,8%	10,3%	13,9%	2,6%	-8,1%	6,3%	2,9%	4,3%	5,9%	7,0%		0,3%	5,0%
DIV. YIELD (%)	3,3%	3,6%	6,0%	6,8%	6,0%	10,0%	5,0%	5,1%	4,3%	6,2%	7,3%	7,3%		6,7%	6,6%
No. of shares (m)	16,7	16,8	16,8	17,0	17,0	17,0	17,1	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2			
Market Cap (MSEK)	381	535	513	627	710	764	1 102	1 341	1 823	1 526	1 526	1 526			
EV (MSEK)	277	436	398	473	498	574	1 075	1 278	1 975	1 705	1 711	1 715			

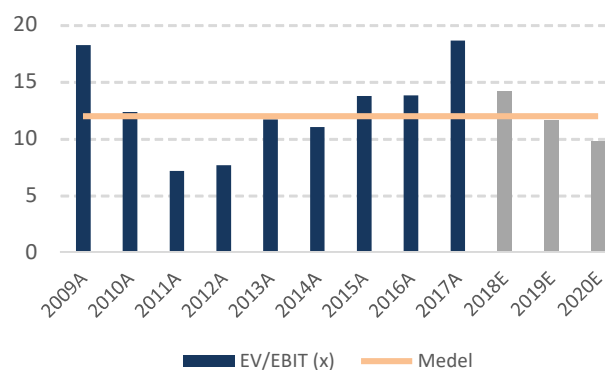
P/E (x)

*Medel = 19,5



EV/EBIT (x)

*Medel = 11,9



*Medelvärdet baseras på historiska nyckeltal

DISCLAIMER

Report completed: 2018-05-02 07:52:19

Legally responsible publisher: Arash Hakimi Fard, Remium Nordic Holding AB ("Remium")
 Research performed by: Fredrik Nilsson, 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.