



## Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara &amp; Tjänster | Sverige | 22 december 2023

# VO2 Cap Holding

## Lägre förvärvstakt primär orsak till målrevidering

### Målrevidering reflekterar primärt förväntningar på lägre förvärvstillväxt

VO2 har meddelat att bolaget förlänger de övergripande finansiella målen från 2024 till 2026. De tidigare målen omfattade huvudsakligen omsättning om 1 mdkr för helåret 2024 med en EBITDA-marginal om 8%. Målen bibehålls men förlängs till 2026. Vår bedömning är att detta primärt reflekterar en förväntan på lägre förvärvsbidrag under perioden.

### Föränleder inga justeringar av omsättningsestimater

Även om förvärv och synergirealiseringar är en central del av bolagets affärsmodell, ser vi det som positivt att lägre förvärvstakt var den primära drivaren av estimatrevideringarna, snarare än förväntningarna på den organiska tillväxten. Våra försäljningsprognoser omfattar inte några icke offentliggjorda förvärv, samtidigt som våra prognoser för organisk tillväxt sedan tidigare underskred bolagets nu reviderade prognoser. Detta innebär att VO2s förskjutna mål inte föränleder några revideringar av våra intäktsprognoser för 2023e–2025e. Mot bakgrund av att bolaget senarelägger sitt marginalmål justerar vi dock ned våra antaganden kring EBITDA-marginalen med ca en procentenhet för 2024 och 2025.

### Välexekverad förvärvsstrategi, men något färre potentiella transaktioner

Vi anser fortsatt att VO2 har en välexekverad förvärvsstrategi, och att bland annat AdTech-tillskotten från 2022-2023 är tydliga exempel på lyckad operationell integrering i koncernen. Vi bedömer att VO2 kan fortsätta realisera synergier via förvärv, och ser även potential för en förbättring av den organiska tillväxten under 2024. Vi har även gjort en sammanställning av vad uppfyllnad av de finansiella målen skulle innebära för den implicita värderingen för 2026e, samt en sammanställning av hur mediemarknaden förväntas röra sig i relation till realekonomiska variabler. Vi ser ett nytt motiverat värde om 6,00 – 6,50 kr (6,50–7,00 kr) per aktie drivet av EBITDA-justeringarna.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	21/22	22/23	23/24	24/25	Motiverat värde	6,0 - 6,5 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	499	371	419	469	Aktiekurs	3,0 kr	
EBITDA, just.	-0,6%	-13,1%	-9,8%	Tillväxt	70%	-26%	13%	12%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-0,9%	-21,6%	-12,7%	EBITDA, just.	28	19	42	65	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	-9	-12	25	50			
Q4 - rapport			EPS, just.	-0,3	-0,3	0,3	0,7	<b>Intressekonflikter</b>		
			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	Yes No		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	4,0	4,2	4,5	5,2	Likviditetsgarant ✓		
Antal aktier		53m	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser ✓		
Börsvärde		158	EBIT-marginal	3,9%	2,6%	6,0%	10,7%	Transaktioner 12m ✓		
Nettoskuld		115	ROE, just.	Neg.	Neg.	7,7%	14,5%			
EV		273	ROCE, just.	Neg.	Neg.	9,0%	16,8%			
Free float		24%	EV/Sales	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x			
Daglig handelsvolym, snitt		29k	EV/EBITDA	14,1x	14,1x	6,5x	4,2x			
Bloomberg Ticker		VO2 SS EQUITY	EV/EBIT	Neg.	-22,2x	10,9x	5,4x			
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	-21,9x	-11,0x	8,8x	4,2x			
Hjalmar Jernström			P/EK	1,5x	0,7x	0,7x	0,6x			
hjalmar.jernstrom@carnegie.se			FCF yield	-2%	-6%	21%	36%			
			Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,7x	0,8x	-0,3x			

## Investment case

VO2 Cap Holding (VO2) äger helt eller delvis åtta bolag inom medie- och techindustrin, med god lönsamhet och lång historik av god tillväxt. VO2 har historiskt genomfört flera förvärv, samtidigt som de förvärvade bolagen redovisat organisk tillväxt på marknadsledande nivåer. Förvärvsstrategin baseras på tydliga finansiella och operationella kriterier, samtidigt som VO2 möjliggör för tydliga synergier inom koncernen, där förvärvade bolag kan accelerera sin tillväxt genom bland annat korsförsäljning, samt tillgång till kompetens för affärsutveckling. Vi bedömer att VO2 har en stark historik av att möjliggöra synergier för förvärvade bolag, samtidigt som många av bolagen är exponerade mot nischade delar av mediemarknaden, där tillväxten är avsevärt kraftigare än tillväxten för mediemarknaden som helhet.

VO2 har uppvisat en organisk försäljningstillväxt som historiskt överträffat marknadstillväxten, samtidigt som bolaget förvärvar bolag med ihållande och stabil lönsamhet. Vi bedömer dessutom att bolagen har en tydlig skalbarhet, vilket skapar en attraktiv dynamik när dotterbolag integreras och accelererar tillväxten. Utöver detta anser vi att ledning och styrelse i både ägarbolag och dotterbolag har lång och relevant erfarenhet av den svenska medie- och techmarknaden.

## Bolagsbeskrivning

VO2 Cap Holding (VO2) är ett svenskt holdingbolag som investerar i bolag inom medie- och techindustrin. Bolagets strategi går ut på att förvärva och konsolidera europeiska medie- och techbolag med starka finansiella profiler, nischade segmentexponeringar och starka historiska utvecklingar. VO2 investerar i, äger och utvecklar bolag inom den nordiska medie- och techbranschen. Bolaget har en historik av stark tillväxt, drivet av organisk tillväxt i dotterbolagen, samt kontinuerliga förvärv av nya dotterbolag. Idag äger VO2 helt eller delvis åtta bolag: Leeads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owilli, Zalster, Locads och Madington. VO2 grundades 2021 och bolagets huvudkontor ligger i Stockholm. VD är Bodil Ericsson Torp, och Douglas Roos är styrelseordförande.

## Värdering

Vi värderar VO2 med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 6,00 – 6,50 kr (6,50–7,00 kr) per aktie.

## Estimatjusteringar

Vi gör inga justeringar av våra intäktsprognoser för estimatperioden. Mot bakgrund av att VO2 senarelägger marginalmålet väljer vi dock att justera ned våra marginalprognoser för 2024–2025. Vi justerar ned våra prognoser för EBITDA-marginalen med ca 1% för 2024 och 2025.

## Scenarioanalys: måluppfyllnad 2026 och implicita multiplar

VO2 har meddelat att styrelsen förlänger tidsperioden för bolagets övergripande mål. De nya finansiella målen omfattar en omsättning om 1 mdkr under 2026 (tidigare 2024) och en soliditet omkring 40% över en konjunkturcykel. Målen kvarstår därmed, men med skillnaden att horisonten numera är 2026.

Omsättningsmålet inkluderar ett väsentligt bidrag från förvärv, och vi bedömer att ca 50% av målet om 1 000 mkr för 2026 kommer från ännu icke genomförda förvärv, samtidigt som målsättningen är att återstående 500 mkr ska uppnås via organisk tillväxt i den befintliga bolagsportföljen. Nedan återger vi den implicita värderingen (angett som EV/EBITDA-multipel) för 2026 för olika antaganden kring omsättning och EBITDA för 2026. Vid en omsättning om 500 mkr och EBITDA-marginal om 8% värderas VO2 till en implicit EV/EBITDA om 6,6x för 2026. Värderingen baseras på en nettoskuld som inkluderar det redovisade nuvärdet av framtida köpeskillingar inkluderat i nettoskulden.

Figur 1: EV/EBITDA vid antaganden för omsättning och EBITDA 2026e

Omsättning och EBITDA-marginal 2026 samt implicit EBITDA-multipel*		EBITDA-marginal 2026				
		6%	7%	8%	9%	10%
Omsättning 2026 mkr (organiskt)	400	11,0	9,4	8,2	7,3	6,6
	450	9,7	8,3	7,3	6,5	5,8
	500	8,8	7,5	6,6	5,8	5,3
	550	8,0	6,8	6,0	5,3	4,8
	600	7,3	6,3	5,5	4,9	4,4

\*Baserat på EV som inkluderar tilläggsköpeskillingar om 99,9 mkr

Källa: Carnegie Research

## Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi värderar VO2 med en multipel för 2024e om 10,5x EBITDA (9x) vilket baseras på högre multiplar för jämförelsebolag. I övrigt justerar vi värderingen för nettoskuld som inkluderar räntebärande upplåning, leasingkulder samt det diskonterade värdet av tilläggsköpeskillingar. Vi ser ett motiverat värde om 6,00 – 6,50 kr (6,50–7,00 kr) per aktie där multipelansatsen indikerar ett värde om 6,0 kr per aktie och DCF-modellen indikerar ett värde om 6,7 kr per aktie.

Figur 2: Multipelvärdering

Värdering		Nettoskuldskomponenter		Känslighetsanalys				
Multipel (EBITDA 2024e x)	10,5	Räntebärande skuld	26 409	Multipel (EBITDA 2024e x)				
EBITDA 2024e	41 682	Leasingskulder	16 066	8,5	10,5	12,5	14,5	
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>437 661</b>	Tilläggsköpesk.	99 944	Motiverat värde (SEK)	4,5	6,0	7,6	9,1
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	15 216	Kassa och Bank	27 259					
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	99 944	<b>Nettoskuld</b>	<b>115 160</b>					
<b>Eget kapital</b>	<b>322 501</b>							
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481							
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>6,0</b>							

Källa: Carnegie Research

Figur 3: DCF-modell

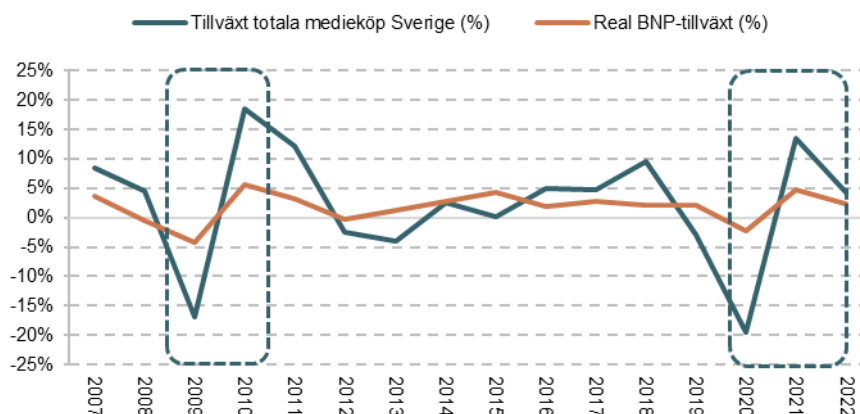
Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	316 865	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	155 822	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>472 687</b>	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	15 216	Extra riskpremie	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	99 944	<b>WACC</b>	<b>12,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
<b>Eget kapital</b>	<b>357 527</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>6,7</b>				

Källa: Carnegie Research

## Mediemarknaden och BNP-utveckling

Nedan sammanfattas hur totala medieköp utvecklats i relation till reell BNP-tillväxt för perioden 2007-2022. Under finanskrisåret 2009 och coronaåret 2020 var BNP-tillväxten negativ, vilket sammanföll med ännu kraftigare fall i medieinvesteringarna. I båda fallen rekyletade medieinvesteringarna under påföljande år där 2010 och 2021 uppvisade högsta respektive näst högsta tillväxtsiffrorna under perioden. Under perioden 2012–2019 var rörelserna i medieinvesteringar mindre, och något närmare sammanlänkade med den övergripande ekonomiska utvecklingen i Sverige. Ytterligare nedbrytning av mediemarknader kan påvisa andra trender under perioden, som t.ex. den fortsatta trenden där print och traditionella medieinvesteringar minskar till förmån för digitala kanaler. Den sammanlagda investeringsviljan tenderar dock under perioden att följa BNP-utvecklingen.

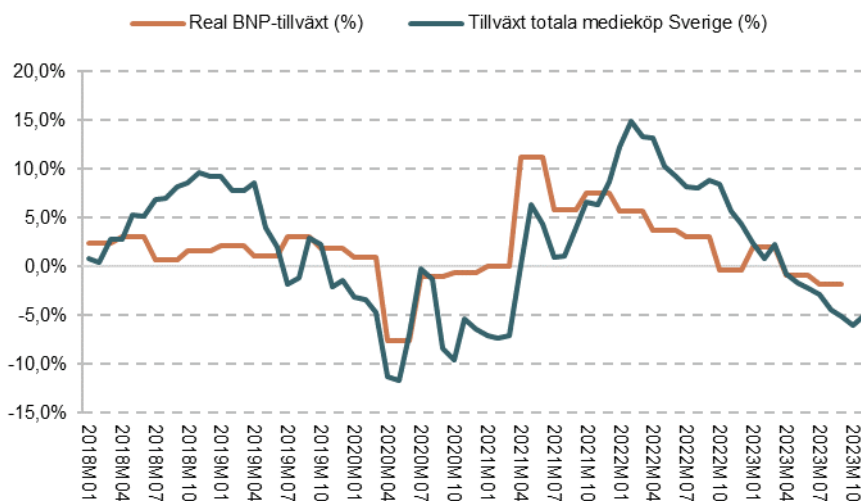
Figur 4: BNP och medieinvesteringar (år)



Källa: SCB, Sveriges Mediebyråer

En översikt av det kortare perspektivet visar samma bild och understryker att det finns ett samband mellan riktningen på den reella BNP-utvecklingen och tillväxten i totala medieköp i Sverige. Även i det kortare perspektivet är rörelsen relativt sett större för medieinvesteringarna inom Sverige, även om månadsvisa data påvisar volatilitet.

Figur 5: BNP och medieinvesteringar (månad)



Källa: SCB, Sveriges Mediebyråer

## Resultaträkning

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
<b>Nettoomsättning</b>	<b>292</b>	<b>467</b>	<b>349</b>	<b>418</b>	<b>469</b>
Övriga rörelseintäkter	1	32	22	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>293</b>	<b>499</b>	<b>371</b>	<b>419</b>	<b>469</b>
Kostnad sålda varor	-235	-349	-199	-232	-251
<b>Bruttoresultat</b>	<b>57</b>	<b>150</b>	<b>172</b>	<b>187</b>	<b>219</b>
Försäljningskostnader	-35	-70	-102	-117	-126
Övriga rörelsekostnader	-27	-24	-29	-28	-28
<b>EBITDA</b>	<b>-5</b>	<b>55</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>65</b>
Jämförelsestörande poster	12	27	21	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>28</b>	<b>19</b>	<b>42</b>	<b>65</b>
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>42</b>	<b>64</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-36	-32	-16	-14
<b>EBIT</b>	<b>-10</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>25</b>	<b>50</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>25</b>	<b>50</b>
Finansnetto	0	-2	-3	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-11</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>48</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>23</b>	<b>48</b>
Total skatt	0	-3	1	-5	-10
<b>Nettoresultat</b>	<b>-11</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>38</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>18</b>	<b>38</b>
Intäktstillväxt	-	70%	-26%	13%	12%
Bruttomarginal	19,7%	32,1%	49,3%	44,7%	46,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	6,0%	10,7%
EPS, justerad	-0,45	-0,27	-0,27	0,34	0,71
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Kassaflödesanalys

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
EBIT	-10	18	9	25	50
Övriga kassaflödesposter	13	0	8	9	2
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-3	0	6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>58</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-22	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>1</b>	<b>-38</b>	<b>-23</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>33</b>	<b>57</b>
Nyemission / återköp	0	21	13	0	0
Förändring av skulder	22	12	-3	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-5	-5	-5
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>-5</b>	<b>25</b>	<b>49</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>34</b>	<b>93</b>	<b>68</b>	<b>35</b>	<b>-23</b>

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Balansräkning

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Goodwill	114	202	224	224	224
Övriga immateriella tillgångar	59	130	123	116	111
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0
Andelar i intresseföretag	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	21	26	2	-7	-14
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>195</b>	<b>360</b>	<b>351</b>	<b>336</b>	<b>322</b>
Kundfordringar	58	80	52	67	70
Övriga omsättningstillgångar	43	18	15	18	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	36	61	110
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>201</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>454</b>	<b>482</b>	<b>523</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	152	205	225	243	281
<b>Summa eget kapital</b>	<b>152</b>	<b>205</b>	<b>225</b>	<b>243</b>	<b>281</b>
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	21	18	16
Långfristiga leasingskulder	13	13	9	6	2
Övriga långfristiga skulder	28	102	81	81	81
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>58</b>	<b>139</b>	<b>111</b>	<b>105</b>	<b>98</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9
Leverantörsskulder	51	59	49	56	61
Kortfristiga leasingskulder	6	11	10	8	7
Övriga kortfristiga skulder	45	75	51	61	68
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>108</b>	<b>154</b>	<b>119</b>	<b>134</b>	<b>144</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>454</b>	<b>482</b>	<b>523</b>

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
Intäkstillväxt	-	70%	-26%	13%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	-31%	>100%	55%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	19,7%	32,1%	49,3%	44,7%	46,7%
EBITDA-marginal	Neg.	11,8%	11,7%	10,0%	13,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	6,0%	5,6%	10,0%	13,8%
EBIT-marginal	Neg.	3,9%	2,6%	6,0%	10,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	6,0%	10,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4,3%	8,1%

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Avkastning

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8%	14%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9%	17%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9%	19%

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
Kundfordringar / totala intäkter	20%	16%	14%	16%	15%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	35%	36%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-7%	-9%	-8%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,9x	1,4x	1,5x	1,5x

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
Nettoskuld	34	93	68	35	-23
Soliditet	48%	41%	49%	50%	54%
Nettoskuldsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,3x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-7,2x	1,7x	1,7x	0,8x	-0,3x

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Aktiedata

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
EPS	-0,22	0,26	0,13	0,34	0,71
EPS, justerad	-0,45	-0,27	-0,27	0,34	0,71
FCF per aktie	0,05	-0,14	-0,17	0,63	1,07
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,20	4,54	5,25
Antal aktier vid årets slut, m	49,2	51,4	53,5	53,5	53,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,2	51,4	53,5	53,5	53,5

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie

## Värdering

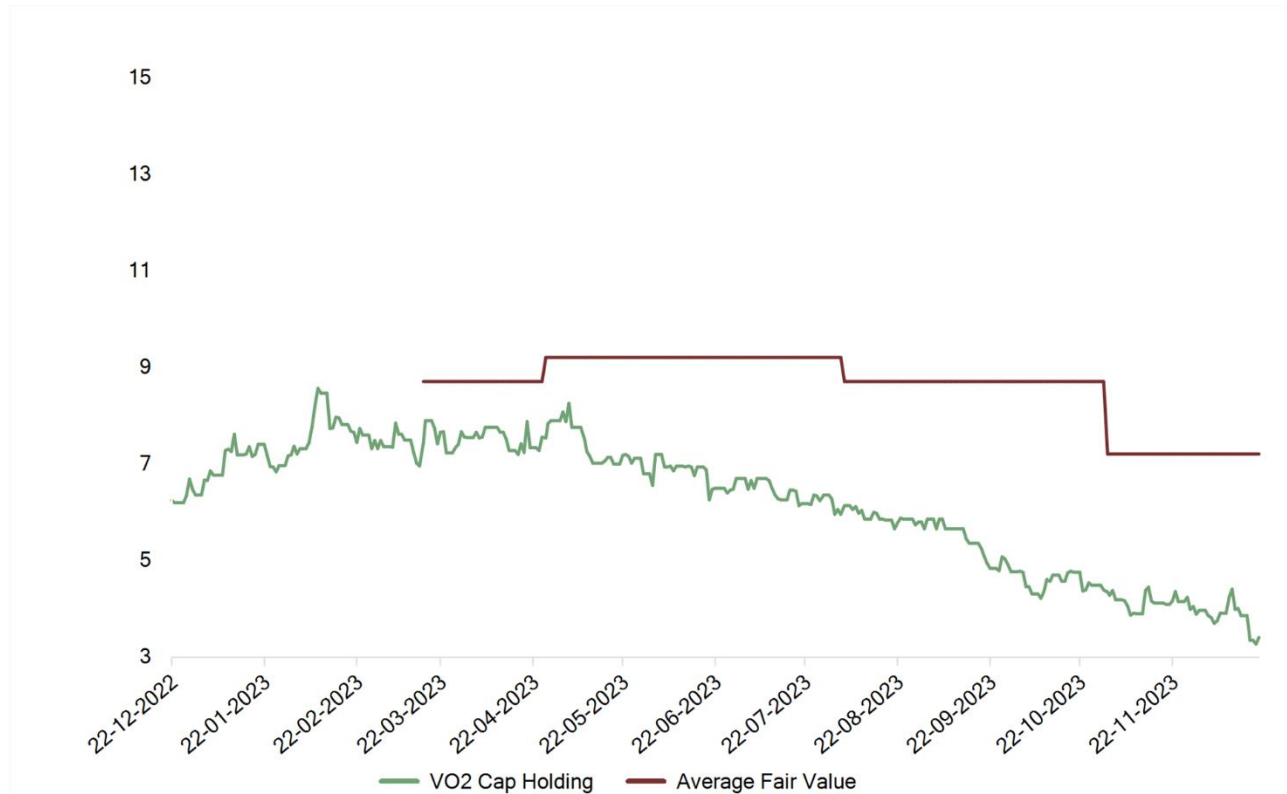
	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8,8x	4,2x
P/EK	5,1x	1,5x	0,7x	0,7x	0,6x
P/FCF	292,0x	Neg.	Neg.	4,7x	2,8x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	21%	36%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	14,1x	13,7x	6,4x	4,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	10,6x	5,3x
EV	809	397	265	265	265
Aktiekurs	15,7	5,9	2,8	2,8	2,8

Källa: VO2 Cap Holding, Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### VO2 Cap Holding (VO2 SS EQUITY)



Källa: Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2023 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95