



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 27 februari 2024

Acroud

Fortsätter att öka fokus

Fortsatt utmanande kvartal med få ljusglimtar

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,9m, vilket i princip var i linje med föregående år. Det var ca 3% lägre än vårt estimat för kvartalet. Justerad EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 1,4m, vilket motsvarar en marginal om 14%. Utfallet var ca EUR 1m under vårt estimat. Bolaget stärker dock EBITDA med 20% q/q. Avvikelsen går främst att förklara med 1) lägre omsättning, 2) avsaknad av aktiveringar i kvartalet och 3) marginellt högre kostnadsbas på främst personal. Resultatet för perioden uppgick till EUR -8,0m – justerat för EO-poster relaterat till goodwill-nedskrivningar (EUR 7,2m) och övriga finansiella poster uppgick resultatet till EUR -0,4m.

Inväntar vändning i organisk tillväxt

Vi bedömer att de strategiska initiativ som bolaget tagit under året och renodlingen av verksamheten är strategiskt sunda. Trots detta är vi avvaktande i våra estimat och justerar ned intäkterna med 4,5% på innevarande år och 5,3% 2025. Vi bedömer att det stundande Europa-mästerskapet i fotboll kommer gynna Acroud men vill se en återgång till organisk tillväxt innan vi skruvar upp våra tillväxtestimat. Baserat på en högre kostnadsbas sjunker våra EBITDA-estimat med 17,1% 2024 och 16,9% 2025. Vi ser en potential till marginalexpansion i Acroud givet de höga marginalerna i industrin samt tillväxten q/q i EBITDA, men är fortsatt konservativa tills vi ser en starkare utveckling i organisk tillväxt.

Justerar motiverat värde för att reflektera estimat

Vi justerar vårt motiverade värde till 1,8-2,0 kr (2,2-2,3). Den främsta anledningen till justeringen är, förutom estimatförändringarna, ändrade långsiktiga antaganden kring marginal och tillväxt. Trots ett utmanande år för resultaträkningen, som dominerats av nedskrivningar och negativt resultat, ser vi att bolaget genererar ca EUR 4,2m i kassaflöde från rörelsen med ett lågt investeringsbehov. Vi ser således att tydliga katalysatorer för aktien finns när man lyckas vända den negativa tillväxttrenden.

Estimatändring			Prognos (m€)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	1,8 - 2,0 kr
Totala intäkter	-4,5%	-5,3%	-	39	41	43	44	Aktiekurs	1,0 kr
EBITDA, just.	-17,1%	-16,9%	-	21%	5%	4%	3%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-38,6%	-32,3%	-	7	9	11	12	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	3	5	7	8		
Q1 - rapport		23 maj 2024	EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0	Intressekonflikter	
Q2 - rapport		22 augusti 2024	EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	51%	25%	Yes No	
Bolagsfakta (m€)			EK/aktie	0,1	0,1	0,1	0,2	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier		173m	EBIT-marginal	Neg.	12,5%	15,7%	17,8%	Certified adviser	✓
Börsvärde		16	ROE, just.	Neg.	13,8%	17,9%	18,6%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld		18	ROCE, just.	6,6%	14,1%	16,8%	17,7%		
EV		34	EV/Sales	1,1x	0,8x	0,8x	0,8x		
Free float		27%	EV/EBITDA	6,8x	3,7x	3,2x	2,9x		
Daglig handelsvolym, snitt		41k	EV/EBIT	17,2x	6,6x	5,1x	4,4x		
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY		P/E, just.	-13,3x	6,2x	4,1x	3,3x		
Analytiker			P/EK	1,5x	0,8x	0,7x	0,6x		
Rikard Engberg			FCF yield	10%	43%	49%	57%		
rikard.engberg@carnegie.se			Nettoskuld/EBITDA	2,7x	1,1x	0,4x	-0,1x		

Investment case

Stark strukturell tillväxt på nyckelmarknader: Acroud är aktiva inom affiliation, vilket är den del av ekosystemet inom i-gaming där lönsamheten är högst. Investeringarna i affiliation tenderar att vara som störst på marknader som precis har reglerats eller ska regleras. Acroud har lyckats bygga upp en stark närvaro i Latinamerika, som är den ledande tillväxtmarknaden inom spel i dagsläget. Vidare fyller affiliation en nyckelroll på mer mogna marknader då andra marknadsföringskanaler regleras, vilket gör affiliation till en prioriterad verksamhet.

Städad balansräkning och redo för turn around: Acroud har nyligen städad upp sin balansräkning genom att betala ut ett antal earn-outs samt konvertera obligationslån till aktier. Detta gör att man nu har en ren balansräkning i kombination med en stark kassaflödesgenerering

Voonix en intressant krydda: Acroud äger en mjukvara vid namn Voonix, ett ledande BI-verktyg inom affiliateindustrin. Vi bedömer att detta inom några år kan stå på egna ben och serva kunder utanför i-gaming. Skulle det ske ser vi att detta bolag på egna ben kan ge en signifikant uppsida till Acrouds värdering.

Bolagsprofil

Affiliation en viktig del av ekosystemet

Acroud är aktiva inom affiliation-marknadsföring inom den snabbast växande formen av digital underhållning, i-gaming. Affiliation är en form av marknadsföring där trafik och potentiella kunder slussas från en hemsida ägd av Acroud till en speloperatör. Beroende på marknad och rådande avtal med operatörerna delar Acroud på intäkterna. Vi bedömer att det finns ett stort incitament för operatörer att investera i affiliation, då dessa investeringar blir mer spårbara än investeringar i mer traditionell marknadsföring. Vi bedömer således att affiliation kan växa något snabbare än den globala marknaden för i-gaming.

Intressanta tillgångar i företagsgruppen

Historiskt har Acroud fokuserat på traditionella affiliate-tillgångar där fokus är att optimera hemsidor så att de rankas högt på Google. Denna typ av verksamhet har historiskt visat höga marginaler, men en begränsad möjlighet till tillväxt då det tar tid att organiskt bygga upp en bra ranking enligt Google. Vidare är denna typ av hemsidor svaga för förändringar av Googles algoritmer, vilket leder till en risk i denna verksamhet. Acroud har genom förvärv kompletterat sina tillgångar inom traditionell affiliation genom att förvärva Matching Vision, ett ledande affilatenätverk, som möjliggör en snabbare tillväxt, Voonix, det ledande BI-verktyget inom affiliation, och The Gambling Cabin, ett ledande spelcommunity på den svenska marknaden. Genom att kombinera höglönsamma intäkter från traditionell SEO-baserad affiliation med nätverk, mjukvaruintäkter och communities bedömer vi att Acroud kan växa snabbare än marknaden.

Rabatt mot sektorn

Vi ser ett motiverat värde om 1,8-2,0 kr (2,3-2,4) per aktie. Vi bedömer att de främsta drivkrafterna för att nå vårt motiverade värde är en fortsatt god integration av befintliga bolag samt ett starkt momentum i abonnemangsaffären. Vi bedömer att risken i estimat och aktien kommer att minska framgent. Resonemanget bygger på att bolaget rör sig bort från traditionell SEO-baserad affiliation och mot community-baserad affiliation, nätverksintäkter och abonnemangsintäkter. Vi ser följande katalysatorer för kursen i Acroud:

- **Uppnår sitt skuldsättningsmål:** Vi bedömer att Acroud måste visa ett antal kvartal med ett starka kassaflöden för att en uppvärdering ska inledas. Vi bedömer att när bolaget har uppnått nettokassa bör detta återspeglas i värderingen.
- **Fortsatt stark abonnemangsintäktstillväxt:** Vi bedömer att marknaden underskattar de abonnemangsintäkter som Acroud bör kunna växa inom. SaaS-bolag har p.g.a. de stabila intäkterna en väsentligt högre värdering än affiliate-bolag.
- **Period av stabilitet:** Acroud har under de senaste kvartalen och åren genomgått en storskalig transformation. Vi bedömer att marknaden är fortsatt osäker på dynamiken i bolaget. Vi bedömer att det kommer att ta ytterligare några kvartal för marknaden att bättre förstå Acroud innan en uppvärdering sker.

Kvartalet i korthet

I-Gaming Affiliation

Intäkterna från segmentet I-gaming affiliation uppgick till EUR 5,8m, vilket motsvarar en minskning med 8% y/y men en tillväxt om 2% q/q. Nedgången är inte kopplad till att fotbolls-VM spelades i Q4 förra året då intäkter från sportvadslagning ökar med 15% y/y, utan snare till casinospel, som sjönk med 71% y/y och nu endast utgör mindre än 10% av omsättningen. Antalet NDCs (New Depositing Customers) uppgick till ca 29 000 vilket är en nedgång om 58% y/y och 46% q/q. Detta är dock en medveten strategi från bolaget att flytta fokus till mer lönsamma NDCs då värdet per NDC steg med 88% q/q.

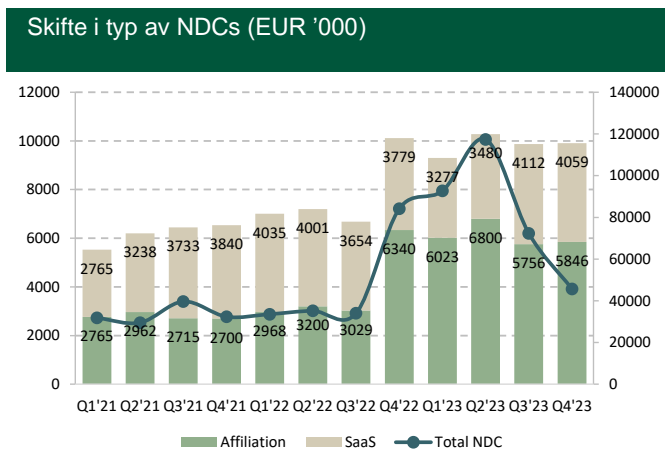
Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 1,3m, vilket motsvarar en marginal om 22%. EBITDA sjönk marginellt q/q.

SaaS

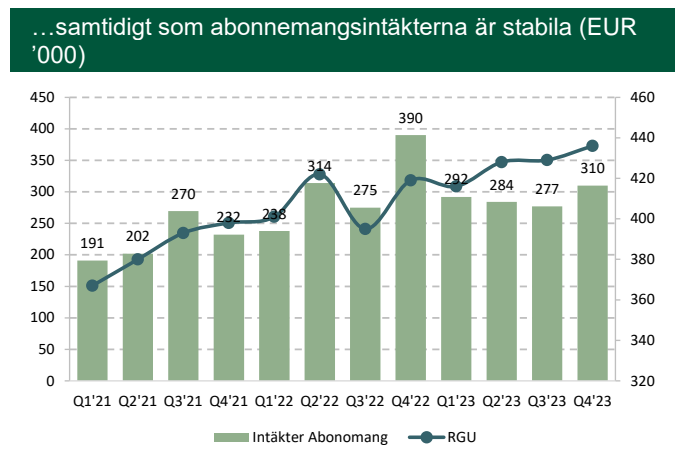
SaaS-intäkterna i kvartalet uppgick till EUR 4,1m, vilket motsvarar en tillväxt om 10% y/y och är i princip oförändrat q/q. Tillväxten är delvis driven av att antalet intäktsgenererade enheter stiger till 436 st, en ökning med 4% y/y.

Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 0,4m, vilket motsvarar en marginal om 9%. Siffran motsvarar en tillväxt om 46% q/q.

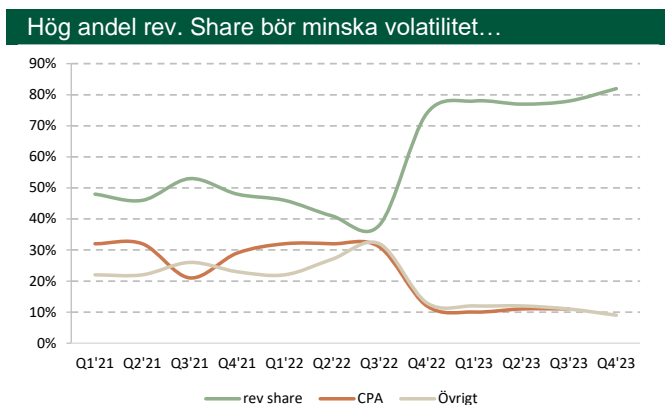
Sammanfattningsvis har kvartalet varit utmanande för Acroud, men med vissa ljusglimtar om man gräver lite djupare. Efter kvartalets utgång har bolaget sålt sina pokertillgångar, vilket kommer stärka kassan.



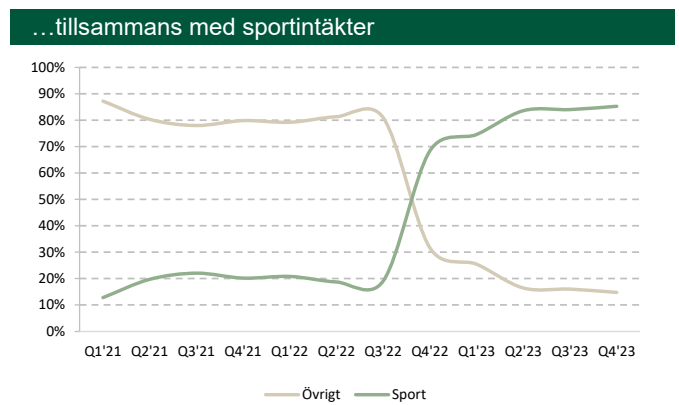
Källa: Acroud, Penser By Carnegie



Källa: Acroud, Penser By Carnegie

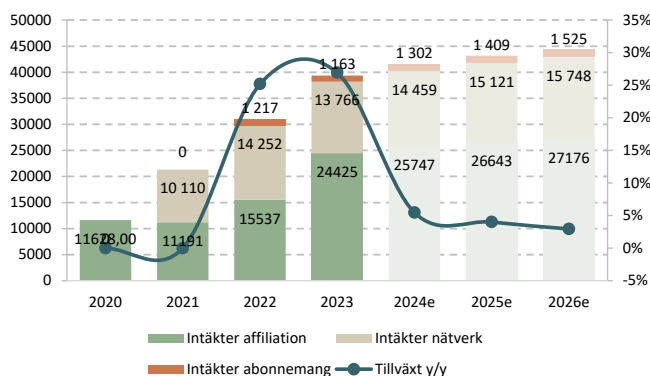


Källa: Acroud, Penser By Carnegie



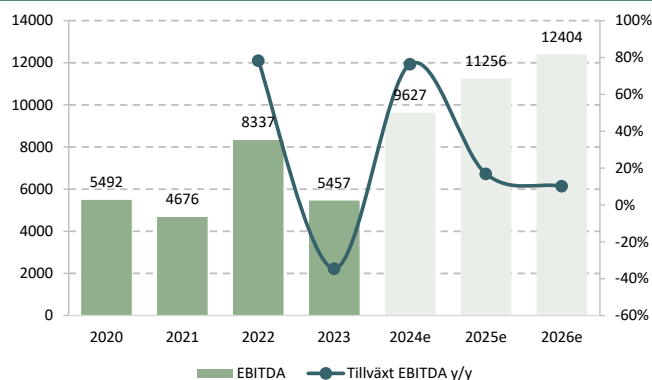
Källa: Acroud, Penser By Carnegie

Vi bedömer att den organiska tillväxten kommer tillbaka... (EUR '000)



Källa: Acroud, Penser By Carnegie

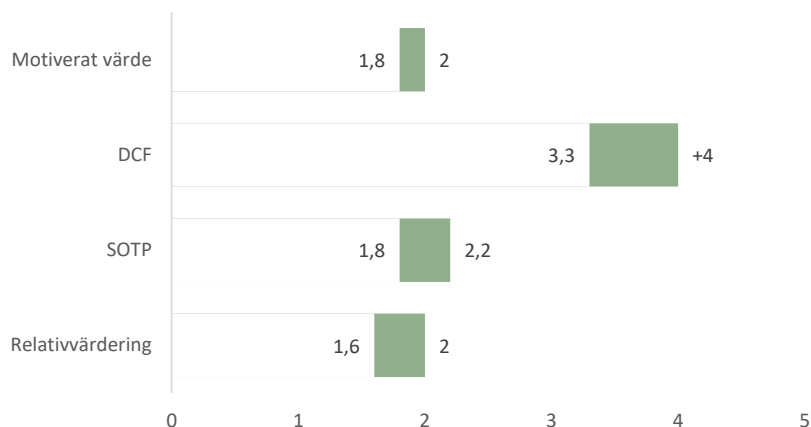
...vilket bör leda till en marginalexpansion (EUR '000)



Källa: Acroud, Penser By Carnegie

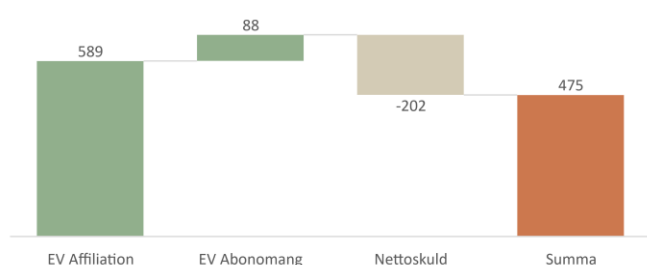
Värdering

Värde per aktie



Källa: Penser By Carnegie

SOTP-värdering



Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys 2025

	X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonnemangintäkter				
	4,25	4,5	4,75	5	5,25
11	1,6	1,7	1,8	1,9	2,1
13	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1
15	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1
17	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2
19	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2

Källa: Penser By Carnegie

DCF-värdering EUR'000

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	60 363	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	8 289	Riskpremium	6,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	68 652	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	18 024	Extra justering	5%	Capex, % av omsättning	10,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	20,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	10,0%
Eget kapital	50 628			Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	172 712				
Eget kapital per aktie (kr)	3,2				

Känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC 19,0%	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
WACC 19,5%	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
WACC 20,0%	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
WACC 20,5%	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
WACC 21,0%	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

Referensgrupp

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Gaming Innovation Group	368	435	3,08x	2,31x	2,06x	8,4x	4,9x	4,1x	17,7x	7,8x	6,1x	17,1x	8,6x	6,0x
Catena Media	82	144	1,29x	1,76x	1,51x	2,9x	4,8x	3,8x	3,8x	8,0x	5,2x	--	7,9x	4,8x
Kindred Group	2 051	1 995	1,30x	1,18x	1,10x	8,7x	6,3x	5,2x	13,3x	8,3x	6,6x	14,2x	10,0x	7,9x
Kambi Group	492	426	2,04x	1,89x	1,80x	5,6x	5,5x	5,0x	11,6x	11,1x	9,8x	18,1x	16,4x	14,6x
Better Collective	1 351	1 543	4,28x	3,56x	3,16x	12,1x	10,0x	8,3x	15,1x	12,7x	10,2x	23,3x	17,6x	13,1x
Evolution	25 050	24 075	12,48x	10,36x	8,90x	17,8x	14,7x	12,6x	19,8x	16,1x	13,7x	22,0x	20,0x	17,0x
Flutter Entertainment	30 060	34 985	3,03x	2,62x	2,36x	19,3x	13,8x	11,1x	83,1x	18,7x	14,2x	(410,0x)	26,7x	19,3x
Entain	7 892	11 438	1,97x	1,80x	1,72x	23,9x	8,7x	8,1x	--	12,2x	10,8x	(11,5x)	21,3x	13,8x
Aristocrat Leisure	17 790	17 429	4,13x	3,90x	3,68x	12,5x	11,5x	10,5x	15,3x	14,1x	13,1x	18,4x	19,1x	17,4x
Raketech Group Holding	69	68	0,87x	0,66x	0,59x	2,6x	2,2x	1,9x	4,8x	3,7x	3,0x	7,6x	4,3x	3,5x
Mean			3,45x	3,00x	2,69x	11,4x	8,2x	7,1x	20,5x	11,3x	9,3x	(33,4x)	15,2x	11,7x
Median			2,54x	2,10x	1,93x	10,4x	7,5x	6,6x	15,1x	11,6x	10,0x	17,1x	17,0x	13,5x

Källa: Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	12	25	31	39	41	43	44
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	0	0	0	0
Totala intäkter	13	26	32	39	41	43	44
Övriga rörelsekostnader	-8	-21	-24	-34	-32	-32	-32
EBITDA	5	5	8	5	9	11	12
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-1	-	-	-
EBITDA, justerad	5	5	8	7	9	11	12
EBITA, justerad	5	5	8	7	9	11	12
Avskrivningar immateriella tillgångar	-1	-2	-21	-32	-4	-4	-4
EBIT	4	3	-13	-26	5	7	8
EBIT, justerad	4	3	7	3	5	7	8
Finansnetto	-3	-2	-5	-4	-2	-2	-2
Resultat före skatt	2	1	-18	-31	3	5	6
Resultat före skatt, justerad	2	1	2	-2	3	5	6
Total skatt	0	0	-1	0	0	-1	-1
Nettoresultat	1	1	-18	-31	3	4	5
Nettoresultat, justerad	1	1	2	-2	3	4	5
Intäkstillväxt	-	98%	24%	21%	5%	4%	3%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	22,4%	6,5%	12,5%	15,7%	17,8%
EPS, justerad	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,01	0,02	0,03
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	>100%	N.m.	N.m.	51%	25%

Källa: Acroud, Carnegie

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	4	3	-13	-26	5	7	8
Övriga kassaflödesposter	1	1	20	31	4	3	3
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6	3	6	4	9	10	11
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-4	-1	1	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-6	-3	-1	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	3	-3	2	3	7	8	9
Förvärv och avyttringar	0	1	0	5	0	0	0
Nyemission / återköp	7	0	0	-	0	0	0
Förändring av skulder	-7	-2	0	0	0	0	0
Utdelningar	-	-	-	-2	-	-	-
Övriga poster	-2	-2	-2	-6	-2	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2
Kassaflöde	1	-6	0	1	5	6	7
Nettoskuld	14	17	17	15	10	5	-2

Källa: Acroud, Carnegie

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	43	51	41	14	10	6	2
Övriga immateriella tillgångar	7	18	29	24	26	28	30
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	51	69	71	39	37	35	33
Kundfordringar	1	2	3	3	3	3	3
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	4	5	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	2	3	8	13	20
Summa omsättningstillgångar	10	7	9	11	15	21	28
SUMMA TILLGÅNGAR	61	76	80	50	52	56	61
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	36	42	24	17	20	24	29
Summa eget kapital	36	42	24	17	20	24	29
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	18	18	18	18
Övriga långfristiga skulder	1	11	26	6	6	6	6
Summa långfristiga skulder	22	11	45	23	23	23	24
Kortfristiga räntebärande skulder	0	19	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	1	0	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	2	3	10	8	8	8	8
Summa kortfristiga skulder	2	23	10	9	9	9	9
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	61	76	80	50	52	56	61

Källa: Acroud, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	98%	24%	21%	5%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-15%	70%	-18%	40%	17%	11%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-36%	>100%	-63%	99%	30%	17%
EPS-tillväxt, justerad	-	-50%	>100%	N.m.	N.m.	51%	25%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	99,9%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	25,6%	13,9%	22,3%	25,1%	27,0%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	25,6%	16,5%	22,3%	25,1%	27,0%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	12,5%	15,7%	17,8%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	22,4%	6,5%	12,5%	15,7%	17,8%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	2,9%	4,9%	Neg.	6,3%	9,2%	11,2%

Källa: Acroud, Carnegie

Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	2%	5%	Neg.	14%	18%	19%
ROCE, justerad	Neg.	5%	13%	7%	14%	17%	18%
ROIC, justerad	Neg.	5%	14%	7%	16%	23%	28%

Källa: Acroud, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	10%	8%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	42%	27%	28%	28%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	-13%	-4%	-3%	-2%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,7x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x

Källa: Acroud, Carnegie

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	14	17	17	15	10	5	-2
Soliditet	60%	55%	30%	35%	38%	42%	47%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,7x	0,8x	0,5x	0,2x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,1x	2,7x	1,1x	0,4x	-0,1x

Källa: Acroud, Carnegie

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,01	0,01	-0,13	-0,18	0,01	0,02	0,03
EPS, justerad	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,01	0,02	0,03
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,02	0,02	0,04	0,05	0,05
Eget kapital per aktie	0,32	0,34	0,18	0,11	0,12	0,14	0,17
Antal aktier vid årets slut, m	114	122	133	155	173	173	173
Antal aktier efter utspädning, snitt	114	130	136	173	173	173	173

Källa: Acroud, Carnegie

Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	27,3x	47,3x	15,4x	Neg.	6,2x	4,1x	3,3x
P/EK	0,9x	0,8x	0,9x	1,5x	0,8x	0,7x	0,6x
P/FCF	11,3x	Neg.	10,2x	10,1x	2,3x	2,0x	1,8x
FCF-yield	9%	Neg.	10%	10%	43%	49%	57%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,6x	2,0x	1,2x	1,1x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	5,0x	6,8x	3,7x	3,2x	2,9x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	5,8x	17,2x	6,6x	5,1x	4,4x
EV	48	51	40	44	34	34	34
Aktiekurs	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,0	1,0

Källa: Acroud, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Acroud (ACROUD 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 tidigare 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 företaget 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 här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intyggar 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 © 2024 Carnegie

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