



## Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 13 maj 2024

# eEducation Albert

## Ett fortsatt utmanande kvartal

### Tar kostnader för åtgärdsplan i kvartalet

Omsättningen i kvartalet uppgick till 41,6 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om -1%. B2B-intäkterna uppgick till 24,1 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 15% y/y. Omsättningen från B2C-segmentet uppgick till 17,5 mkr, en nedgång med -17%. ARR uppgick till 166,5 mkr, -15%. Detta, i sin tur, förklaras med minskande marknadsföringsinvesteringar med negativ inverkan på kundstocken. EBITDA i kvartalet uppgick till -12,8 mkr. EBITDA tyngdes av EO-poster om 2,7 mkr kopplade till åtgärdsprogrammet som lanserades tidigare i år. Kassaflödet från rörelsen uppgick till 7,8 mkr, vilket är en förbättring från 2,4 mkr vid samma period föregående år. Förbättringen går att härleda till bättre rörelsekapitalhantering. Bolaget har nu en nettokassa om 75 mkr. Vi bedömer att kassan kommer belastas under resterande del av året då att man nu har passerat den säsongsmässigt starkaste delen av året ur ett likviditetsperspektiv.

### Ändrar uppställningen av våra estimat

Vi gör endast marginella förändringar av våra intäktsestimater för 2024. Under 2025-2026 sänker vi våra intäktsestimater med i snitt 4,9% då vi förväntar en fortsatt avvaktande B2C-marknad. Vi räknar med att botten i B2C-försäljning kommer att nås under 2025. B2C-verksamheten står nu för ca 42% av försäljningen. Vi räknar med en fortsatt tillväxt för B2B-verksamheten givet tillväxten under Q1 samt att 450 skolor i Storbritannien har ingått nya eller förnyat avtal med Albert. Vi ser således att det finns en underliggande tillväxt i detta segment. På innevarande år sänker vi våra EBITDA-estimater med -8 mkr som en följd av de kostnader bolaget nu tagit för omstruktureringen samt minskade aktiveringar. För 2025-2026 sänker vi våra EBITDA-estimater med 1 mkr per år.

### Justering av motiverat värde

Trots de starka signaler vi ser från bolagets B2B-segment där tillväxten varit stark y/y och att vi ser signaler om fortsatt tillväxt givet att 450 skolor i Storbritannien har köpt in eller förlängt tjänster från bolaget så sänker vi vårt motiverade värde till 4-7 kr (6-8). Vi bedömer att de kommande kvartalen kommer vara fortsatt utmanande för bolaget givet likviditetssituationen. Vi bedömer att den främsta kurstriggern framöver kommer vara när vi börjar se tydliga tecken på att lönsamhet är inom räckhåll.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	4,0 - 7,0 kr	
Totala intäkter	-0,4%	-3,3%	-6,5%	210	193	199	215	Aktiekurs	4,2 kr	
EBITDA, just.	-97,1%	-19,1%	-6,8%	Tillväxt	74%	-8%	3%	8%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-48,6%	-49,0%	-57,0%	EBITDA, just.	-15	-16	5	11	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	-96	-79	-58	-51			
Q2 - rapport	22 augusti 2024		EPS, just.	-4,2	-3,1	-2,3	-2,1			
Q3 - rapport	22 oktober 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	8,4	5,3	3,0	0,9			
Antal aktier	25m		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Börsvärde	104		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Nettoskuld	-75		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
EV	29		EV/Sales	0,5x	0,2x	0,2x	0,1x			
Free float	74%		EV/EBITDA	Neg.	Neg.	6,2x	2,6x			
Daglig handelsvolym, snitt	11k		EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Bloomberg Ticker	ALBERT SS EQUITY		P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>			P/EK	0,7x	0,8x	1,4x	4,5x	Yes	No	
Rikard Engberg			FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Likviditetsgarant	✓	
rikard.engberg@carnegie.se			Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	-4,7x	-1,8x	Certified adviser	✓	
							Transaktioner 12m		✓	

## Investment case

**Hög andel återkommande intäkter med sjunkande volatilitet:** Albert har genom förvärv gått från ett bolag som fokuserat på konsumenttjänster till att ha kring 50% av omsättningen från B2B-verksamhet där skolor och större utbildningsgrupper är målgruppen. Dessa intäkter har en lägre volatilitet och kräver inte lika stora investeringar i marknadsföring. Vi anser att marknaden har förbisett denna utveckling då bolaget värderas i paritet med konsumentbolag.

**Lönsamhet nära:** Då Albert har ökat sitt fokus på B2B-verksamheten, har marknadsföring blivit en lägre del av omsättningen. Detta har gjort att bolaget under H1'23 successivt förbättrade sin lönsamhet. Vi bedömer att bolaget under 2025 kommer kunna visa positiva kassaflöden och ett positivt EBITDA-resultat. Detta kommer vara en viktig katalysator för aktien. Vi bedömer att bolagets starka balansräkning med en stor nettokassa kommer vara mer än tillräcklig för att nå lönsamhet inom kort.

**Hållbarhet:** Vi anser att hållbarhet är en viktig drivkraft för Alberts försäljning och knyter an till FN:s hållbarhetsmål 4 – God utbildning för alla – och ambitionen att utbildning ska vara tillgängligt för alla. Detta då bolaget verkar för att öka tillgängligheten för barn att ta del av studiehjälp till en betydligt lägre kostnad än många andra alternativ. Givet de förvärv man gjort, verkar man nu för en bättre och mer tillgänglig utbildning i ett antal europeiska länder.

### Bolagsprofil

Albert har utvecklat den ledande plattformen för matematik och ett flertal andra ämnen på den svenska marknaden och har även påbörjat en expansion till fler europeiska länder. Plattformen är modulbaserad och kopplad till nationella läroplaner, vilket gör att man snabbt kan bygga upp närvaro på en ny marknad samt utöka utbudet av ämnen.

Albert har två vertikaler – B2B och B2C. Inom B2C säljer Albert sin produkt som en SaaS-lösning till föräldrar med barn i grundskolan. B2B-försäljningen sker direkt till skolor där hela klasser antingen använder sig av bolagets mjukvara, material från Film och Skola eller produkter från Strawbees. Bolaget har i dagsläget en ARR (Annual Recurring Revenue) om ca 188 mkr. Att sälja sina tjänster som en prenumeration minskar volatiliteten i intäkterna och möjliggör en stabil långsiktig tillväxt. Bolagets produkter uppskattas av användarna; 96% av föräldrar till användare av Albert anser att deras barns lärande gynnas av bolagets produkter. För B2B-verksamheten ser bolaget att i skolor som använder sig av Sumdog minskar gapet mellan elever från socioekonomiskt svaga bakgrunder och barn från mer resursstarka familjer med 20%.

Albert har genom förvärv byggt upp en närvaro i Sverige, Storbritannien och Frankrike. Vi bedömer att man genom den konsolidering av bolaget som nu sker kommer kunna dra nytta av denna position.

### Värdering

Vi har valt att göra en multipelvärdering baserat på våra 2026-estimat där vi räknar med en EV/Sales om 0,75x. Givet att bolaget kommer ha ett negativt kassaflöde tills man lyckats vända EBITDA anser vi att en nettokassa 2026 om 25 mkr bör användas i värderingen. Vårt motiverade värde blir således 4-7 kr (6-8).

## Kvartalet i korthet

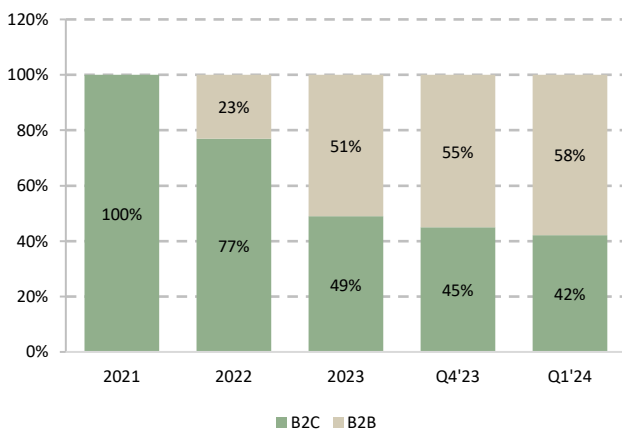
**B2C:** Intäkterna i kvartalet uppgick till 17,5 mkr, vilket motsvarar en minskning med 17% y/y. Minskningen går främst att härleda till att bolaget dragit ned på marknadsföringsinvesteringarna, vilket gör att churn är högre än nya kunder. Vi bedömer att den vikande omsättningen främst härrör från den svenska marknaden då bolaget växer sin B2C-verksamhet i Polen och Frankrike.

**B2B:** Intäkterna i kvartalet uppgick till 24,1 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 15% y/y. Samtliga enheter inom B2B segmentet visar på fortsatt tillväxt. Under kvartalet har bolaget sett en hög andel förlängningar av kontrakt samt vunnit ett antal större kontrakt i Storbritannien och USA.

EBITDA i kvartalet uppgick till -12,8 mkr, tyngt av EO-poster om 2,7m. Justerad EBITDA uppgick således till -10,1 mkr. I våra estimat räknar vi med att, förutom det åtgärdsprogram som reducerar personalkostnaderna, minskade marknadsföringskostnader kommer driva bolaget mot lönsamhetsmålet. Vi räknar således med att B2C-verksamheten kommer vara kvar på nuvarande intäktsnivåer under perioden 2024-2025.

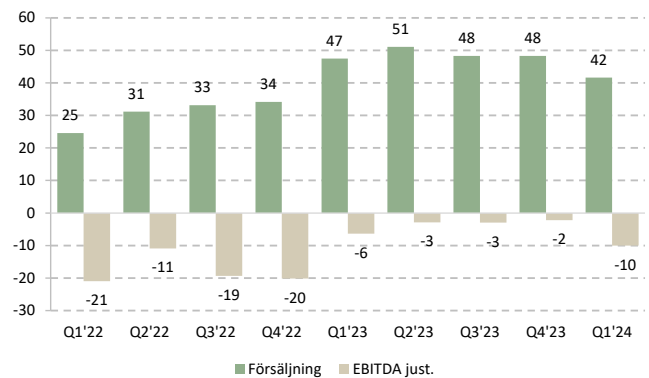
Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 7,7 mkr, vilket är en förbättring från Q1'23 då kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 2,4 mkr. Det starka kassaflödet går att härleda till att ett av dotterbolagen, Svensk Film, har tidigarelagt sin fakturering. En aspekt som stärker våra estimat inom främst B2C men även inom B2B är att fakturering sker årsvis men försäljning periodiseras. Givet att posten upplupna kostnader och förutbetalda intäkter stiger med ca 2% y/y kan detta tyda på att churn inom B2C-verksamheten har stabiliserats. Vi väljer dock att vara fortsatt konservativa för detta segment.

### Ny intäktsmix kommer minska volatilitet...



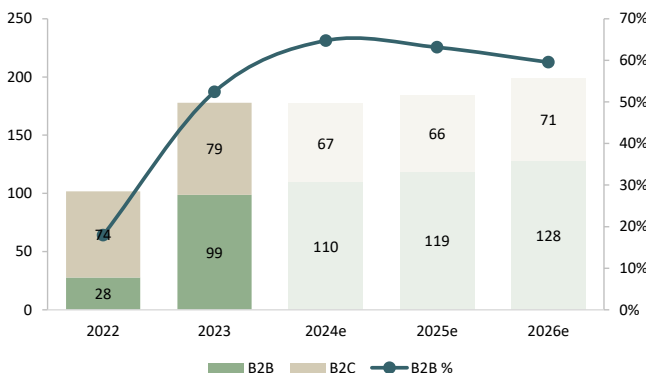
Källa: eEducation Albert

### ...men kvartalet tyngs av kostnader relaterat till omställning



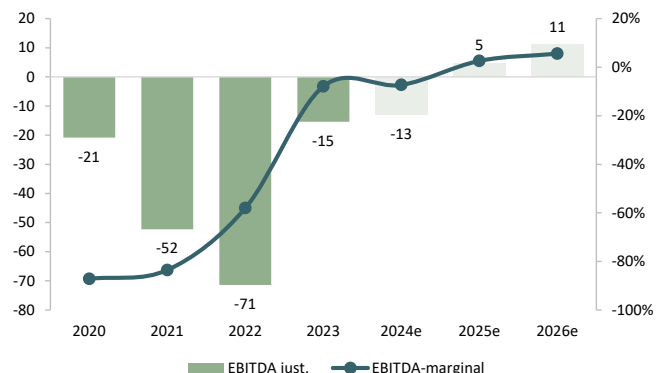
Källa: eEducation Albert

### Vi ser ett fortsatt skifte mot B2B-intäkter...



Källa: eEducation Albert

### ...vilket tar bolaget närmare lönsamhet



Källa: eEducation Albert (EO-poster om +9,2 mkr 2023 i EBITDA)

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>24</b>	<b>63</b>	<b>102</b>	<b>178</b>	<b>177</b>	<b>185</b>	<b>199</b>
Övriga rörelseintäkter	6	8	18	32	16	14	16
<b>Totala intäkter</b>	<b>30</b>	<b>70</b>	<b>120</b>	<b>210</b>	<b>193</b>	<b>199</b>	<b>215</b>
Kostnad sålda varor	0	0	0	-4	-5	-6	-6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>30</b>	<b>70</b>	<b>120</b>	<b>206</b>	<b>187</b>	<b>193</b>	<b>209</b>
Övriga rörelsekostnader	-50	-123	-192	-212	-203	-188	-198
<b>EBITDA</b>	<b>-21</b>	<b>-52</b>	<b>-71</b>	<b>-6</b>	<b>-18</b>	<b>5</b>	<b>11</b>
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-	-3	-	-
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-52</b>	<b>-71</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>5</b>	<b>11</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-52</b>	<b>-71</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>5</b>	<b>11</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-5	-5	-31	-80	-63	-62	-62
<b>EBIT</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-102</b>	<b>-87</b>	<b>-82</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-102</b>	<b>-96</b>	<b>-79</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
Finansnetto	0	0	0	2	1	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-102</b>	<b>-85</b>	<b>-81</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-102</b>	<b>-94</b>	<b>-78</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
Total skatt	0	0	5	5	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-98</b>	<b>-80</b>	<b>-81</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-26</b>	<b>-57</b>	<b>-98</b>	<b>-89</b>	<b>-78</b>	<b>-58</b>	<b>-51</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	138%	71%	74%	-8%	3%	8%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,64	-4,17	-3,13	-2,31	-2,05
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-26	-57	-102	-87	-82	-58	-51
Övriga kassaflödesposter	5	6	31	72	63	62	62
Förändringar i rörelsekapital	9	-1	6	-3	-13	1	2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-12</b>	<b>-52</b>	<b>-65</b>	<b>-18</b>	<b>-31</b>	<b>6</b>	<b>13</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-8	-17	-	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-	-	-	-16	-11	-14	-16
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-5	-67	-46	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-83</b>	<b>-61</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-18</b>	<b>-65</b>	<b>-148</b>	<b>-79</b>	<b>-42</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>
Nyemission / återköp	66	249	0	67	0	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	0	-10	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>65</b>	<b>248</b>	<b>0</b>	<b>57</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>48</b>	<b>183</b>	<b>-148</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-69</b>	<b>-251</b>	<b>-104</b>	<b>-69</b>	<b>-31</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	-	0	21	97	67	36	5
Övriga immateriella tillgångar	5	9	48	74	60	49	41
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	13	47	35	27	20	13
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>116</b>	<b>208</b>	<b>155</b>	<b>107</b>	<b>60</b>
Kundfordringar	0	5	7	15	14	15	16
Övriga omsättningstillgångar	3	1	77	11	9	9	10
Likvida medel och kortfristiga placeringar	69	251	104	80	42	34	31
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>71</b>	<b>258</b>	<b>189</b>	<b>107</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>57</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>77</b>	<b>280</b>	<b>304</b>	<b>315</b>	<b>220</b>	<b>165</b>	<b>117</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	70	267	239	210	132	75	23
<b>Summa eget kapital</b>	<b>70</b>	<b>267</b>	<b>239</b>	<b>210</b>	<b>132</b>	<b>75</b>	<b>23</b>
Långfristiga räntebärande skulder	-	-	-	9	9	9	9
Övriga långfristiga skulder	1	0	28	18	18	18	18
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	-	-	-	3	3	3	3
Leverantörsskulder	0	2	7	5	12	13	14
Övriga kortfristiga skulder	5	10	30	70	46	47	50
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>36</b>	<b>77</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>67</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>77</b>	<b>280</b>	<b>304</b>	<b>315</b>	<b>220</b>	<b>165</b>	<b>117</b>

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	138%	71%	74%	-8%	3%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	132%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	5,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	5,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	0%	0%	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	0%	8%	6%	7%	7%	7%	7%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	12%	10%	19%	36%	29%	32%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-8%	40%	-23%	-18%	-18%	-18%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,3x	0,5x	0,9x	1,3x	2,3x	6,2x

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-69	-251	-104	-69	-31	-23	-20
Soliditet	91%	95%	79%	67%	60%	45%	20%
Nettoskulsättningsgrad	-1,0x	-0,9x	-0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,3x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-4,7x	-1,8x

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,55	-3,37	-5,64	-3,74	-3,23	-2,31	-2,05
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,64	-4,17	-3,13	-2,31	-2,05
FCF per aktie	-1,05	-3,83	-8,54	-3,72	-1,67	-0,33	-0,11
Eget kapital per aktie	4,12	15,7	13,6	8,42	5,29	2,98	0,93
Antal aktier vid årets slut, m	17,0	17,0	17,6	25,0	25,0	25,0	25,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	17,0	17,0	17,3	21,3	25,0	25,0	25,0

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

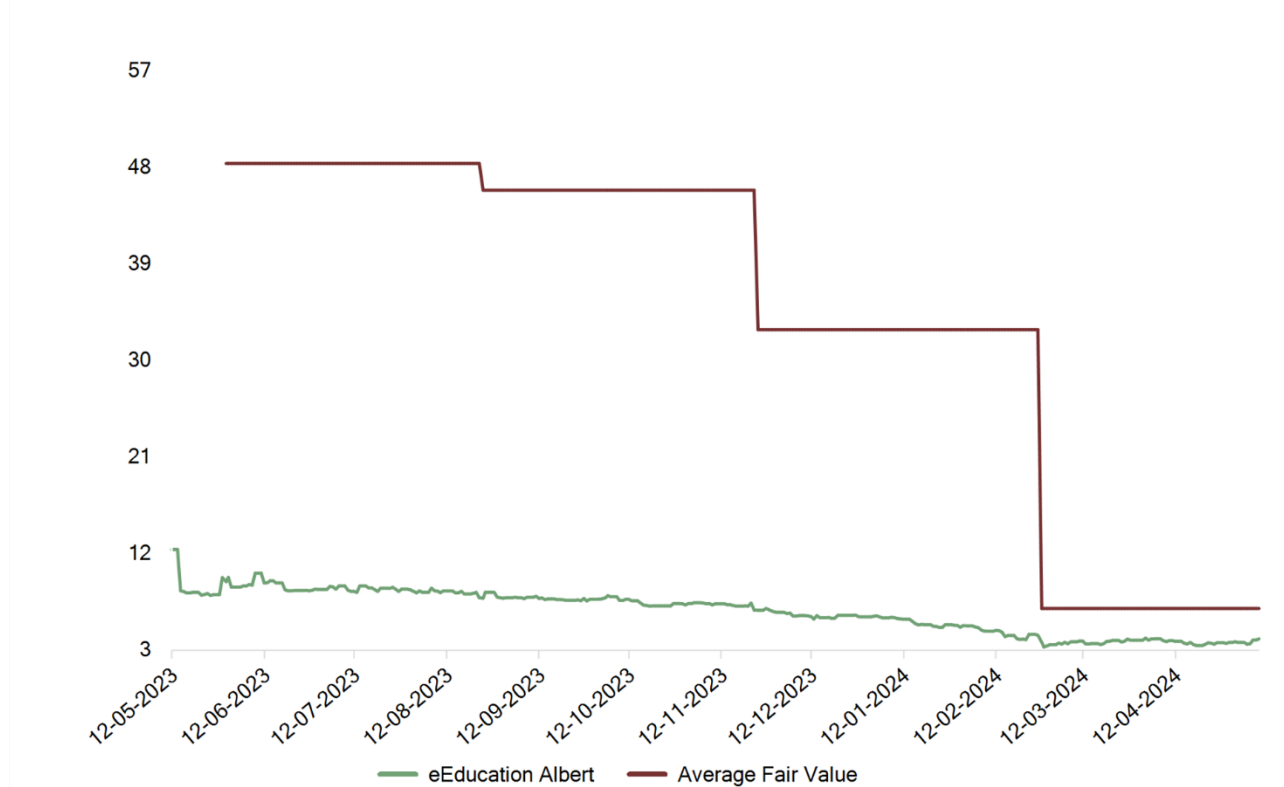
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,0x	2,7x	1,5x	0,7x	0,8x	1,4x	4,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	Neg.	6,9x	2,1x	0,4x	0,2x	0,2x	0,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,2x	2,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	Neg.	483	248	87	29	29	29
Aktiekurs	4,2	43,2	20,0	6,2	4,2	4,2	4,2

Källa: eEducation Albert, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

eEducation Albert (ALBERT SS EQUITY)



Källa: Penser by 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 analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## 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 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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 följdskada, 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 analytikers 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 ansvarar 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