



## Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 27 maj 2024

# Acroud

## Små steg i rätt riktning

### Ett kvartal i rätt riktning

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,5m, vilket motsvarar en tillväxt om 2,0%. Justerat för avyttrade tillgångar uppgick tillväxten till 9,9%. EBITDA uppgick till 3,9m – i denna siffra ingår dock resultatet från bolagets avyttringar av pokertillgångar. Justerat för dessa uppgick EBITDA till EUR 1,2m, vilket motsvarar en marginal om 13%. Exkluderas de avyttrade pokertillgångarna stiger dock EBITDA med 9% q/q. Under kvartalet visar bolaget ett starkt kassaflöde från rörelsen om EUR 2,1m, vilket är en uppgång med ca 100% y/y. Sammanfattningsvis anser vi att bolaget tar steg åt rätt håll under kvartalet och givet att sporttillgångar nu står för ca 95% av omsättningen är man väl positionerade inför sommarens fotbolls-EM och Copa America.

### Höjer intäktsestimaten framöver

På innevarande år höjer vi våra intäktsestimater med 5,3%. Vi bedömer att Acroud kommer gynnas av de stundande mästerskapen i fotboll givet den höga andelen intäkter från sportbok. Justerad EBITDA på innevarande år sjunker dock med ca EUR 3m till följd av en högre kostnadsbas i Q1 än vi räknat med samt justeringen för de sålda pokertillgångarna. Bolaget har under kvartalet startat ett antal kostnadsbesparingsprogram som vi bedömer kommer stärka EBITDA under perioden 2025-2026. För perioden 2025-2026 höjer vi våra intäktsestimater med i snitt 3,4%. Trots de annonserade kostnadsprogrammen sänker vi EBITDA estimaten med 1,8%. Nedjusteringen av EPS är hänförlig till högre avskrivningar och högre finansiella kostnader framgent.

### Justerar motiverat värde

Baserat på att de noterade affiliatebolagen under 2024 har handlats svagt sänker vi vårt motiverade värde till 1,5-1,8 kr (1,8-2,0). Vi bedömer att den främsta drivkraften för aktien framöver kommer att vara att bevisa att de kostnadsinitiativ man tagit kommer resultera i en marginalexpansion samtidigt som man stabiliserar den organiska tillväxten på nuvarande nivåer.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	1,5 - 1,8 kr	
Totala intäkter	5,3%	2,6%	4,1%	39	43	44	46	Aktiekurs	0,9 kr	
EBITDA, just.	-23,2%	-1,2%	-2,3%	Tillväxt	21%	10%	2%	5%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-76,3%	-21,7%	-19,7%	EBITDA, just.	7	7	11	12	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	3	2	6	7		
Q2 - rapport	22 augusti 2024			EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,0		
Q3 - rapport	21 november 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	401%	28%		
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				EK/aktie	0,1	0,1	0,1	0,2		
Antal aktier	173m			EBIT-marginal	Neg.	12,5%	13,2%	14,8%		
Börsvärde	13			ROE, just.	Neg.	3,3%	14,1%	15,6%		
Nettoskuld	14			ROCE, just.	6,6%	6,5%	14,7%	15,9%		
EV	27			EV/Sales	1,1x	0,7x	0,6x	0,6x		
Free float	27%			EV/EBITDA	6,7x	3,9x	2,6x	2,4x		
Daglig handelsvolym, snitt	16k			EV/EBIT	16,9x	11,6x	4,8x	4,1x		
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	21,8x	4,3x	3,4x	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Analytiker</b>				P/EK	1,5x	0,7x	0,6x	0,5x		
Rikard Engberg				FCF yield	10%	60%	58%	66%	Yes	No
rikard.engberg@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	2,7x	1,2x	0,6x	0,0x	Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

## 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 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 av 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 hos Google. Vidare är denna typ av hemsidor känsliga 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 affilientätverk 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 1,5-1,8 kr (1,8-2,0) 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 i 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 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 uppgick till EUR 5,8m, vilket motsvarar en tillväxt om 4% y/y och -1% q/q. Den organiska tillväxten i segmentet uppgick till 10% y/y och 8% q/q. Antalet NDCs (new deposit customers) uppgick till 27 922, vilket var i linje med Q4'23. Givet att bolaget har 89% av sina intäkter på s.k. intäktsdelningsavtal bedömer vi att den organiska tillväxttrenden kommer att fortsätta under resterande del av året.

Justerad EBITDA för segmentet uppgick till EUR 1,2m, vilket motsvarar en marginal om 21%.

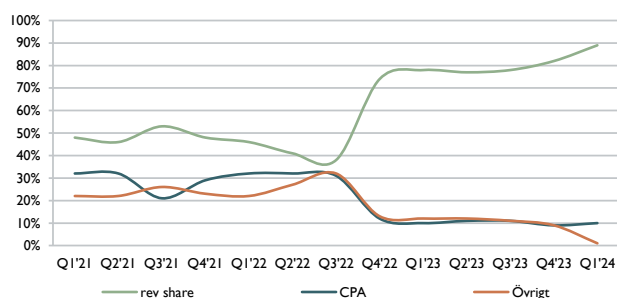
### SaaS

Intäkterna i SaaS-Segmentet i kvartalet uppgick till EUR 3,7m, vilket motsvarar en tillväxt om 13% y/y och -9% q/q. Antalet NDCs förmedlade av segmentet uppgick till 17 609, vilket motsvarar en tillväxt om 4% q/q och 12% y/y. Givet den höga andelen kunder som förmedlas med intäktsdelningsavtal bedömer vi att tillväxten kommer vara stark under året.

Bolagets abonnemangsinträder uppgick till EUR 0,3m, vilket var en nedgång om 5% y/y och 11% q/q. Intäktsstappet beror delvis på att bolaget har konverterat en del mindre kunder till en gratisversion av bolagets mjukvara. Vi bedömer att detta på sikt kan stärka intäkterna då bolagets minsta kunder väntas kunna konvertera till dyrare versioner.

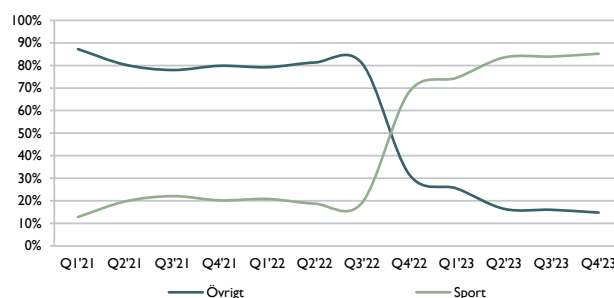
Justerad EBITDA i kvartalet från segmentet uppgick till EUR 0,4m, vilket är oförändrat sedan Q4'23 och motsvarar en marginal om 12%.

Hög andel rev. share bör minska volatilitet...



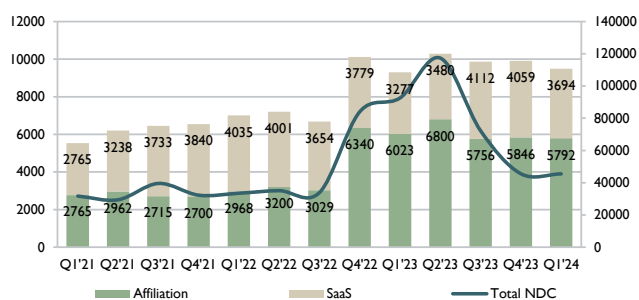
Källa: Acroud, Penser By Carnegie

...tillsammans med sportintäkter



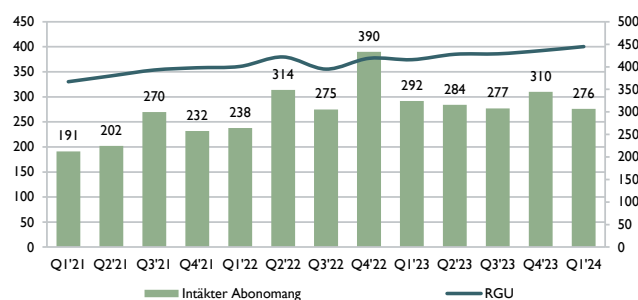
Källa: Acroud, Penser By Carnegie

### Stabil utveckling i antalet NDCs (EUR'000)...



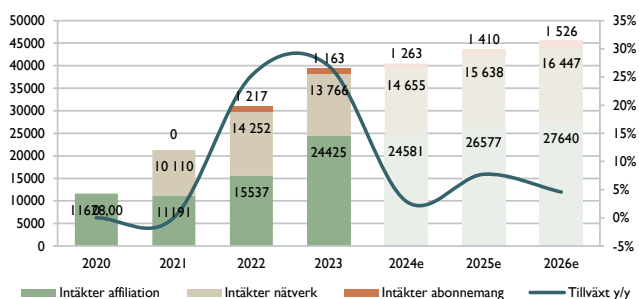
Källa: Acroud, Penser By Carnegie

### ...samtidigt som abonnemangsinträdena inte tagit fart



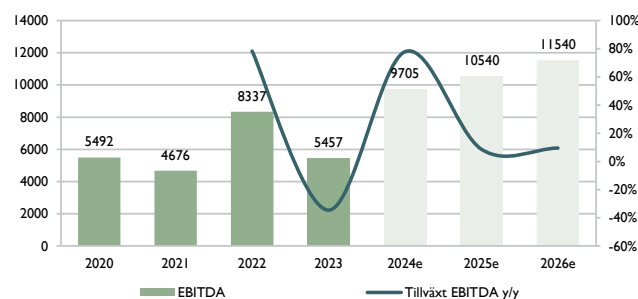
Källa: Acroud, Penser By Carnegie

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



Källa: Acroud, Penser By Carnegie

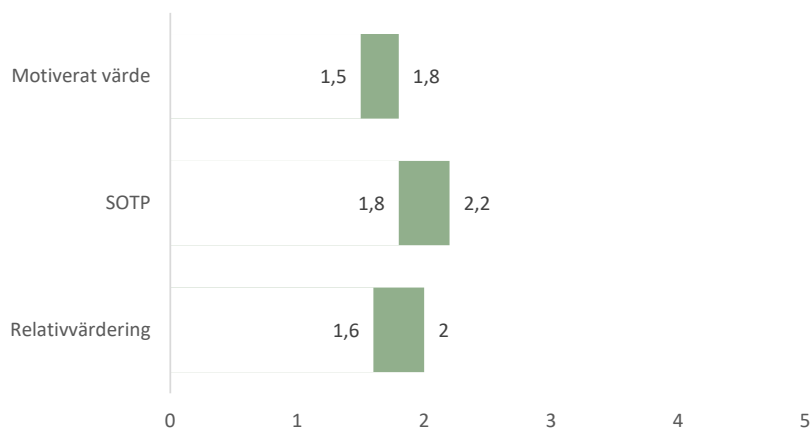
### ...vilket bör leda till en marginalexpansion (EUR '000)



Källa: Acroud, Penser By Carnegie

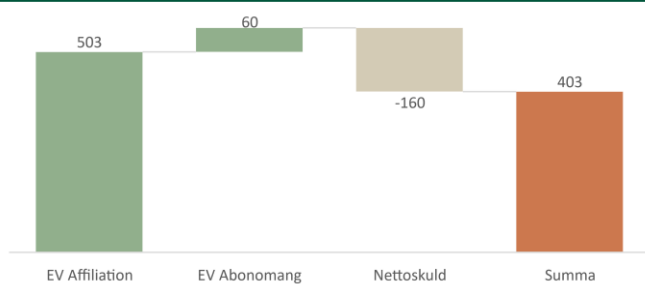
## Värdering

### Värde per aktie



Källa: Penser By Carnegie

### SOTP-värdering



Källa: Penser by Carnegie

### Känslighetsanalys 2025

	X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonnemangsinträder				
	3,5	3,75	4	4,25	4,5
11	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
13	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9
15	1,4	1,6	1,7	1,8	2,0
17	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0
19	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0

Källa: Penser By Carnegie

## Referensgrupp

Valuation	M&A		EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
	(USD)	(USD)	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
GIG (Cons)	388	461	4,84x	2,50x	2,21x	10,3x	6,0x	5,0x	14,8x	9,5x	7,5x	31,0x	11,5x	8,0x
LiveOne	192	227	2,01x	1,52x	1,26x	456,6x	12,6x	9,5x	--	217,4x	54,6x	(10,7x)	--	97,5x
Better Collective	1 734	1 932	5,52x	4,37x	3,77x	16,2x	13,4x	10,9x	21,8x	19,3x	15,2x	36,3x	28,4x	18,8x
Aristocrat Leisure	16 561	16 202	3,88x	3,68x	3,47x	11,7x	10,9x	10,1x	14,3x	13,1x	12,4x	17,7x	17,9x	16,4x
Flutter Entertainment	34 986	40 400	3,39x	2,91x	2,61x	23,5x	16,4x	13,0x	100,2x	38,9x	23,9x	--	31,7x	22,6x
Evolution	24 141	22 578	11,34x	9,91x	8,55x	16,2x	14,2x	12,1x	17,9x	15,7x	13,3x	20,5x	19,4x	16,4x
Kambi Group	291	243	1,33x	1,30x	1,23x	3,9x	4,1x	3,8x	10,4x	13,8x	12,0x	18,0x	20,6x	18,0x
Plytech	1 882	2 262	1,21x	1,17x	1,14x	5,0x	4,6x	4,3x	9,5x	6,7x	6,2x	16,3x	9,6x	8,6x
International Game Tech	3 974	9 670	2,24x	2,23x	2,14x	5,3x	5,7x	5,1x	9,1x	10,6x	8,9x	25,9x	12,2x	8,8x
Raketech Group Holding	47	47	0,63x	0,47x	0,42x	1,9x	1,8x	1,6x	3,5x	3,7x	3,0x	5,6x	4,7x	3,3x
<b>Mean</b>			<b>3,44x</b>	<b>3,00x</b>	<b>2,68x</b>	<b>55,1x</b>	<b>9,0x</b>	<b>7,5x</b>	<b>22,4x</b>	<b>34,9x</b>	<b>15,7x</b>	<b>17,8x</b>	<b>17,3x</b>	<b>21,9x</b>
<b>Median</b>			<b>2,82x</b>	<b>2,36x</b>	<b>2,18x</b>	<b>11,0x</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,3x</b>	<b>14,3x</b>	<b>13,5x</b>	<b>12,2x</b>	<b>18,0x</b>	<b>17,9x</b>	<b>16,4x</b>

Källa: Factset

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	12	25	31	39	40	44	46
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	0	3	0	0
<b>Totala intäkter</b>	13	26	32	39	43	44	46
Övriga rörelsekostnader	-8	-21	-24	-34	-34	-33	-34
<b>EBITDA</b>	5	5	8	5	10	11	12
Jämförelsestörande poster	-	-	-	-1	-	-	-
<b>EBITDA, justerad</b>	5	5	8	7	7	11	12
<b>EBITA, justerad</b>	5	5	8	7	7	11	12
Avskrivningar immateriella tillgångar	-1	-2	-21	-32	-5	-5	-5
<b>EBIT</b>	4	3	-13	-26	5	6	7
<b>EBIT, justerad</b>	4	3	7	3	2	6	7
Finansnetto	-3	-2	-5	-4	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	2	1	-18	-31	3	4	5
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	2	1	2	-2	1	4	5
Total skatt	0	0	-1	0	0	0	-1
<b>Nettoresultat</b>	1	1	-18	-31	3	3	4
<b>Nettoresultat, justerad</b>	1	1	2	-2	1	3	4
Omsättningsstillväxt	Neg.	98%	24%	21%	10%	2%	5%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	22,4%	6,5%	5,8%	13,2%	14,8%
EPS, justerad	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,00	0,02	0,02
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-50%	101%	N.m.	N.m.	401%	28%

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	4	3	-13	-26	5	6	7
Övriga kassaflödesposter	1	1	20	31	5	4	4
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-1	0	-1	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	6	3	6	4	9	9	11
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-4	-1	1	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-3	-6	-3	-1	-1	-2	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	3	-3	2	3	8	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
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2
<b>Kassaflöde</b>	1	-6	0	1	6	6	7
<b>Nettoskuld</b>	14	17	17	15	11	6	0

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	43	51	41	14	11	6	1
Övriga immateriella tillgångar	7	18	29	24	25	27	29
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>30</b>
Kundfordringar	1	2	3	3	3	3	3
Övriga omsättningstillgångar	1	3	3	4	4	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	2	3	6	11	17
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>26</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>80</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>56</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	36	42	24	17	20	23	27
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>27</b>
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	18	17	17	17
Övriga långfristiga skulder	1	11	26	6	4	4	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>45</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
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	7
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>80</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>56</b>

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	98%	24%	21%	10%	2%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-15%	70%	-18%	8%	50%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-36%	151%	-63%	-8%	143%	17%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-50%	101%	N.m.	N.m.	401%	28%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	25,6%	13,9%	24,0%	24,2%	25,3%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	25,6%	16,5%	17,3%	24,2%	25,3%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	Neg.	Neg.	12,5%	13,2%	14,8%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	22,4%	6,5%	5,8%	13,2%	14,8%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	2,9%	4,9%	Neg.	1,5%	7,0%	8,6%

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	2%	5%	Neg.	3%	14%	16%
ROCE, justerad	Neg.	5%	13%	7%	7%	15%	16%
ROIC, justerad	Neg.	5%	14%	7%	7%	19%	24%

Källa: Acroud, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	10%	8%	7%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	42%	27%	25%	25%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	-13%	-4%	-2%	-1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,7x	1,1x	1,2x	1,1x	1,0x

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	14	17	17	15	11	6	0
Soliditet	60%	55%	30%	35%	41%	44%	48%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,7x	0,8x	0,6x	0,3x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,1x	2,7x	1,2x	0,6x	0,0x

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,01	0,01	-0,13	-0,18	0,02	0,02	0,02
EPS, justerad	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,00	0,02	0,02
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,02	0,02	0,05	0,04	0,05
Eget kapital per aktie	0,32	0,34	0,18	0,11	0,12	0,13	0,16
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, Penser by Carnegie

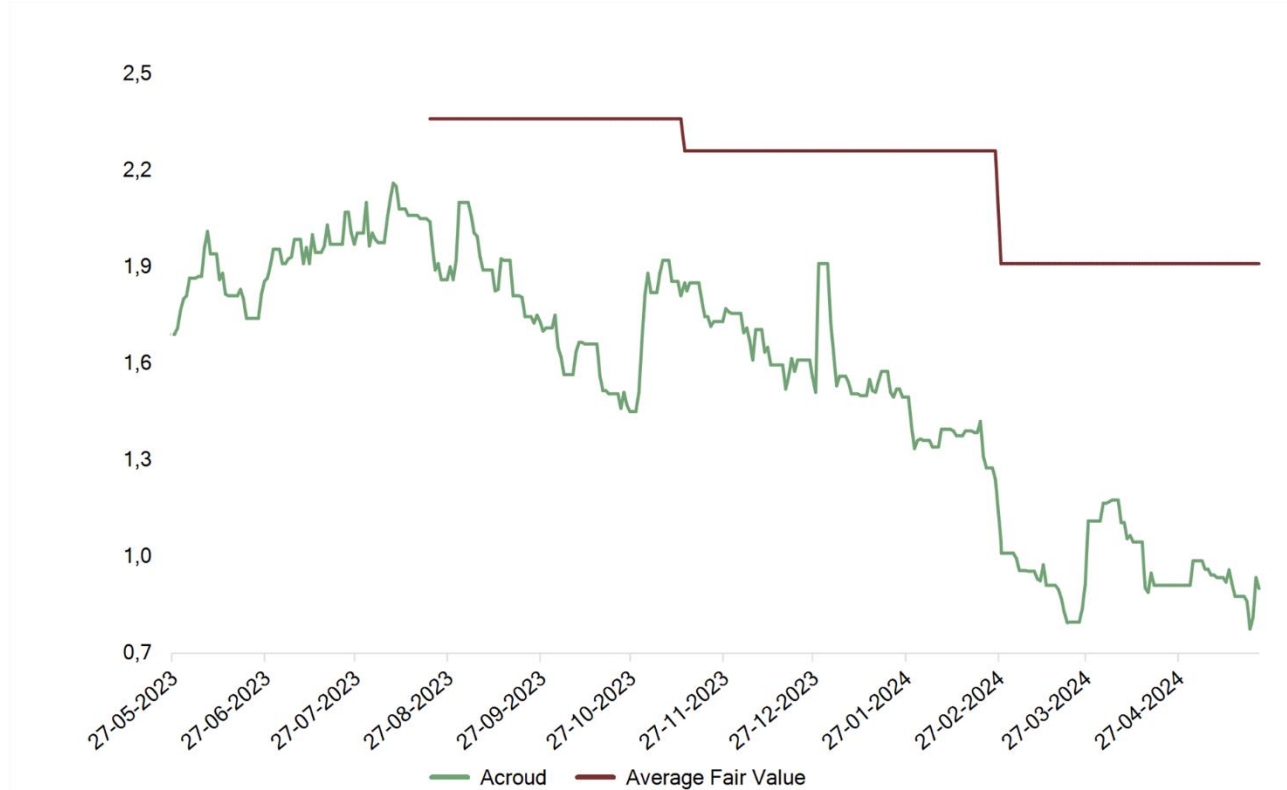
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	27,3x	47,3x	15,4x	Neg.	21,8x	4,3x	3,4x
P/EK	0,9x	0,8x	0,9x	1,5x	0,7x	0,6x	0,5x
P/FCF	11,3x	Neg.	10,2x	10,1x	1,7x	1,7x	1,5x
FCF-yield	9%	Neg.	10%	10%	60%	58%	66%
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	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	5,0x	6,8x	3,9x	2,6x	2,4x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	5,8x	17,2x	11,6x	4,8x	4,1x
EV	48	51	40	44	27	27	27
Aktiekurs	3,0	2,7	1,9	1,9	0,89	0,89	0,89

Källa: Acroud, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Acroud (ACROUD 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 företagens 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