



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 23 augusti 2024

# Beyond Frames Entertainment AB

## Intressant pipeline framöver

### Väntat försäljningstapp q/q

Omsättningen i kvartalet uppgick till 41,1 mkr vilket motsvarar en minskning om 5% y/y och 31% q/q. Nedgången är hänförlig till lanseringen av spelet Ghosts of Tabor som skedde i Q1. Under H1 har bolaget växt med 66% y/y. EBITDA i kvartalet uppgick till -0,5 mkr. Det negativa EBITDA-resultatet är hänförlig till de minskade intäkterna i kvartalet. På halvårsbasis uppgick EBITDA till 7,5 mkr, vilket motsvarar en marginal om 7,4%. Sammanfattningsvis har det varit ett mellankvartal efter det starka Q1 som innehöll bolagets största lansering hittills.

### Gör justeringar baserat på pipeline

Baserat på försäljningen i kvartalet sänker vi våra totala intäktsesimat med 8,7% på innevarande år. Givet en högre kostnadsbas och sänkta försäljningsestimat sjunker EBITDA med 9,7 mkr. Vi bedömer resterande delen av året vara i linje med det nyligen avslutade kvartalet. För perioden 2025–2026 sänker vi intäktsesimaten med i snitt 3,1%. Drivande i tillväxten y/y är den pipeline som nu består av sex titlar, varav två spel utvecklade av Combat Waffle, studio ansvarig för succétiteln Ghosts of Tabor. Till följd av de sänkta försäljningsestimaten sänker vi våra EBITDA-estimat med i snitt 12,4% för perioden 2025–2026.

### Estimatförändringar leder till justerat motiverat värde

Baserat på våra estimatförändringar så sänker vi vårt motiverade värde till 26-34 kr (28-36). Vi bibehåller vår positiva syn på att bolagets pipeline kommer att kunna leverera en stark försäljning samtidigt som en ändrad mix kommer att stärka bolagets bruttomarginal. Bolagets pipeline är fullt finansierad vilket sänker risken. Virtual reality fortsätter vara i stark tillväxt då Meta växer sitt segment Reality labs med 28% y/y i Q2'24, delvis drivet av hårdvaruförsäljning.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	26,0 - 34,0 kr	
Totala intäkter	-8,7%	-4,7%	-1,1%	164	216	232	265	Aktiekurs	13,0 kr	
EBITDA, just.	-33,8%	-10,8%	-13,9%	240%	32%	7%	14%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	Nm.	-51,5%	-33,4%	10	19	39	54	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-7	-13	6	22		
Q3 - rapport	21 november 2024			EPS, just.	-0,5	-0,5	0,3	1,0	<b>Intressekonflikter</b>	
Q4 - rapport	20 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	246%	Yes	No
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	4,9	4,3	4,6	5,6	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	17m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser	✓
Börsvärde	225			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,1%	9,3%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-14			ROE, just.	Neg.	Neg.	6,5%	19,7%		
EV	210			ROCE, just.	Neg.	Neg.	8,2%	24,8%		
Free float	74%			EV/Sales	3,0x	1,1x	1,0x	0,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	k			EV/EBITDA	41,7x	11,1x	5,5x	3,9x		
Bloomberg Ticker	BEYOND SS EQUITY			EV/EBIT	Neg.	Neg.	33,4x	9,6x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	Neg.	Neg.	44,6x	12,9x		
Rikard Engberg				P/EK	5,0x	3,0x	2,8x	2,3x		
rikard.engberg@carnegie.se				FCF yield	Neg.	Neg.	7%	9%		
				Nettoskuld/EBITDA	-2,3x	-0,5x	-0,6x	-0,8x		

## Investment case

**Exponering mot växande form av underhållning:** Beyond Frames utvecklar spel för en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, VR. Vi bedömer att VR-marknaden kommer att växa kraftigt kommande år då vi har sett en priserosion på headsets, samtidigt som ekosystemet med spel nu enligt våra bedömningar verkar ha nått en mer kritisk massa än för några år sedan. Vi bedömer således att Beyond Frames kommer kunna se en god utveckling framöver.

**Riskmitigering inbyggt i affärsmodellen:** Beyond Frames jobbar med finansiella partner i utvecklingen av sina spel. Detta sänker risken kopplat till spelsläpp och gör det möjligt att tidigare nå en kritisk massa i volym gällande spelsläpp. Dessutom har man möjlighet att använda ledig kapacitet i s.k. work for hire-projekt där bolaget hyr ut utvecklare per timme. Detta gör att bolaget sänker risken för att misslyckas med spelsläpp p.g.a. förseningar och brist på kapital. Vi ser således att ledningen lyckats mitigera en stor del av de risker som är kopplade till spelutveckling och publicering.

**Acceleration av tillväxten:** Beyond Frames kommer fortsätta att se höga volymer då man har ett antal spel som rör sig in i ett kommersiellt skede i närtid. Detta i kombination med att penetrationen bland spelare inom VR kommer att öka gör att vi ser kommande 6–18 månader som ljusa för Beyond Frames.

## Bolagsprofil

Beyond Frames utvecklar spel för VR. Denna marknad har under de senaste åren vuxit kraftigt, då många headsets såldes under covid. Detta i kombination med att priserna på VR-headsets har sjunkit kraftigt under de senaste åren gör att vi bedömer att marknaden för spel till dessa plattformar kommer att öka i en markant högre takt än den traditionella spelbranschen. Vi bedömer också att spel snarare än video kommer vara den ledande vertikalen för content inom VR, vilket gör att Beyond Frames är bra positionerat.

Beyond Frames bedriver en stor del av sin utveckling med extern finansiering. Detta innebär att en stor del av de risker som hänger ihop med spelutveckling minskar, då Beyond Frames kapitalbehov är betydligt lägre än om man förlitat sig på finansiering med eget kapital. Denna strategi har visat sig vara lyckad då Ghosts of Tabor har sålt i över 1 miljon exemplar. Utöver de sålda titlarna har det släppts DLC (downloadable content) till ett värde av ca 50 USD. Dessa DLC började släppas sent i Q4'23 och bolaget har sett att köpfrekvensen är i paritet med vad den är för några av de ledande spelfranchiserna globalt. Den externa finansieringen gör dock att den operativa hävstången minskar, vilket återspeglas i bolagets bruttomarginal. Vi anser dock att denna affärsmodell är väl anpassad för rådande marknadssituation i spelsektorn.

Under 2024 har Beyond Frames ett antal spelsläpp med extern finansiering, vilket gör att vi bedömer att bolaget har en god tillväxtresa kommande år. Vidare bedömer vi att Beyond Frames genom den lyckade lanseringen av Ghosts of Tabor kommer ha relativt enkelt att attrahera finansiering eller förlagsavtal för liknande spel. Ett kvitto på detta är att Beyond Frames har säkrat förläggarsavtal gällande två nya titlar under perioden 2024-2025 med Combat Waffle, utvecklaren av Ghosts of Tabor.

Vi bedömer även att bolaget har kompetens att utveckla traditionella dator-/konsolspel om rätt projekt dyker upp eller om man märker att VR-marknaden inte utvecklas enligt de prognoser som i dagsläget tyder på en stark tillväxt.

## Värdering

Vi bedömer att en DCF bör användas för att värdera Beyond Frames. En relativvärdering blir i dagsläget svår, givet det kommersiella skede bolaget befinner sig i. Vår DCF ger ett värde om 26–34 kr (28–36).

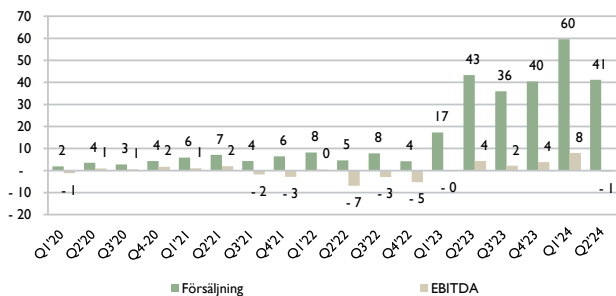
## Kvartalet i korthet

Q2 har varit ett lugnt kvartal efter den lyckade lanseringen av Ghosts of Tabor, som skedde under det första kvartalet. Under kvartalet har bolaget offentliggjort att studio Cortopia den 26 september kommer att släppa uppföljaren till Down the Rabbit Hole, en titel som såg en ROI på över 400%. Samma studio jobbar även på en uppföljare till en av de bäst säljande VR-titlarna genom tiderna samt en titel kopplad till ett känt film-IP. Samtliga titlar är fullt finansierade och vi bedömer att de kommer att kunna driva bruttomarginalen i estimaten under prognosperioden. Givet att bolaget nu ökar andelen IP från egna studior bedömer vi det som sannolikt att bruttomarginalen och EBITDA-resultatet kommer stiga under prognosperioden.

Utvecklaren bakom Ghosts of Tabor, Combat Waffle, har nu ytterligare två spel i sin pipeline, GRIM och Silent North. GRIM förväntas släppa en publik alfa-version av spelet senare i år. Silent North väntas släppa en early access-version under 2025. Båda titlarna har fått ett starkt mottagande på trailers och sociala media. Vi bedömer att de har möjlighet att leverera försäljning vid lansering i paritet med Ghosts of Tabor.

### Har nått nya nivåer av försäljning och lönsamhet (mkr)

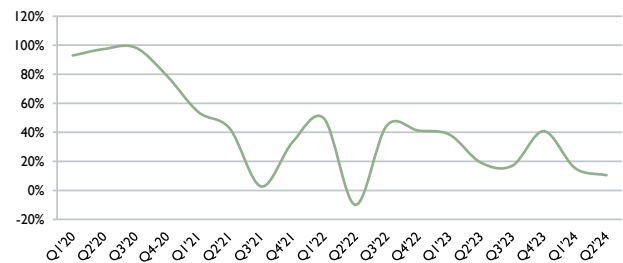
Försäljning och EBITDA (mkr)



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

### Ändrad mix påverkar bruttomarginal

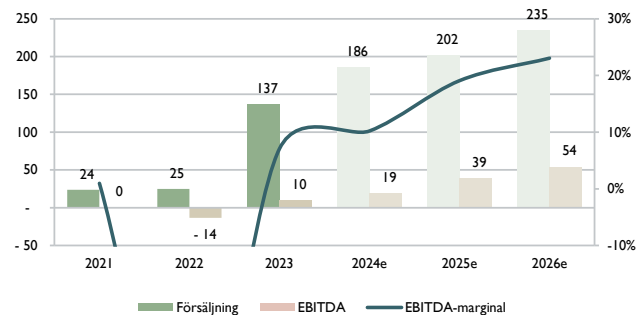
Bruttomarginal



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

### Vi är försiktiga i försäljningsestimat... (mkr)

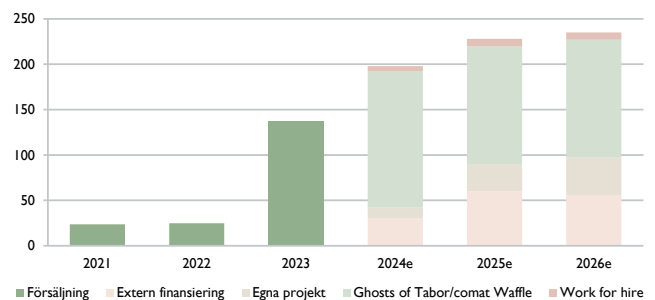
Försäljning och EBITDA (mkr)



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

### ...men tror på en ändrad produktmix... (mkr)

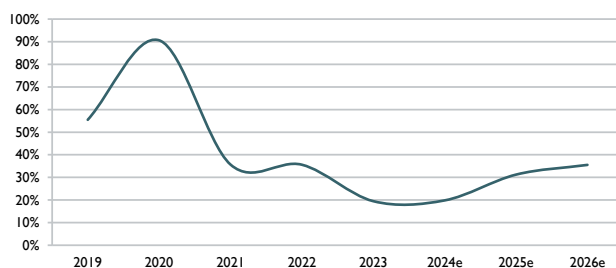
Försäljningsmix (mkr)



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

### ...vilket driver bruttomarginalen

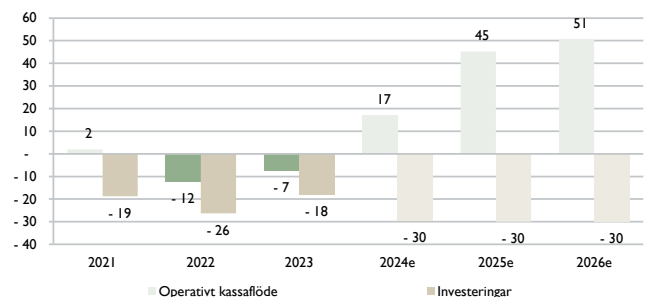
Bruttomarginal



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

### Stark likviditetssituation framöver

Kassaflöde, (mkr)



Källa: Beyond Frames, Penser by Carnegie

C

## Värdering

DCF					
Värdering		Implicit WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	185	Risfri ränta	3,5%	Långsiktig tillväxt	3%
Nuvärdet av terminalvärde	250,4	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	22%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>435</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5%
Nettoskuld, senast rapporterad	-20	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	5%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	3%
<b>Eget kapital</b>	<b>455</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	17			Terminalvärde, % av EV	58%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>27</b>				
Rabatt	0%				
<b>Motiverat värde</b>	<b>27</b>				
<b>Känslighetsanalys</b>					

		Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%	
	14,0%	28	29	30	31	32	14,0%	24	27	30	33	35	
	14,5%	27	27	28	29	30	14,5%	23	25	28	31	33	
<b>WACC</b>	15,0%	25	26	27	27	28	<b>WACC</b>	15,0%	22	24	27	29	31
	15,5%	24	25	25	26	26		15,5%	20	23	25	27	30
	16,0%	23	23	24	24	25		16,0%	19	22	24	26	28

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	13	24	25	137	186	202	235
Övriga rörelseintäkter	6	16	23	27	31	30	30
<b>Totala intäkter</b>	18	40	48	164	216	232	265
Kostnad sålda varor	-1	-15	-16	-110	-149	-139	-152
<b>Bruttoresultat</b>	17	25	32	54	68	94	114
Övriga rörelsekostnader	-15	-24	-47	-44	-49	-55	-59
<b>EBITDA</b>	2	0	-15	10	19	39	54
<b>EBITDA, justerad</b>	2	0	-15	10	19	39	54
<b>EBITA, justerad</b>	2	0	-15	10	19	39	54
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-8	-8	-16	-32	-32	-32
<b>EBIT</b>	-4	-8	-22	-7	-13	6	22
<b>EBIT, justerad</b>	-4	-8	-22	-7	-13	6	22
Finansnetto	-3	-1	0	-1	1	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-7	-8	-23	-8	-12	6	22
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-7	-8	-23	-8	-12	6	22
Total skatt	0	0	0	0	3	-1	-5
<b>Nettoresultat</b>	-8	-9	-23	-8	-9	5	17
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-8	-9	-23	-8	-9	5	17
Omsättningsstillväxt	Neg.	116%	21%	240%	32%	7%	14%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	39,4%	36,3%	46,3%	48,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%	9,3%
EPS, justerad	-0,54	-0,58	-1,37	-0,45	-0,54	0,29	1,01
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	246%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-4	-8	-22	-7	-13	6	22
Övriga kassaflödesposter	6	8	8	15	35	31	28
Förändringar i rörelsekapital	5	1	2	3	-5	8	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	7	1	-13	12	17	45	51
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-2	-2	-1	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-17	-25	-35	-30	-30	-30
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-6	-19	-26	-38	-30	-30	-30
<b>Fritt kassaflöde</b>	1	-18	-39	-26	-13	15	21
Nyemission / återköp	13	42	42	0	0	0	0
Övriga poster	2	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	15	42	43	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	16	24	4	-26	-13	15	21
<b>Nettoskuld</b>	-19	-44	-48	-22	-9	-24	-45

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

Balansräkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	2	2	1	1	1	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	21	39	61	60	58	56
Finansiella anläggningstillgångar	3	2	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	1	3	3	3	3	3	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>44</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>60</b>
Kundfordringar	2	3	2	13	22	18	21
Övriga omsättningstillgångar	2	5	5	5	17	16	19
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	44	48	22	9	24	45
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>22</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>85</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>40</b>	<b>79</b>	<b>99</b>	<b>105</b>	<b>113</b>	<b>121</b>	<b>145</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	38	72	92	84	75	80	97
<b>Summa eget kapital</b>	<b>38</b>	<b>72</b>	<b>92</b>	<b>84</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>97</b>
Leverantörsskulder	0	3	2	4	9	10	12
Övriga kortfristiga skulder	2	4	6	17	29	31	36
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>48</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>40</b>	<b>79</b>	<b>99</b>	<b>105</b>	<b>113</b>	<b>121</b>	<b>145</b>

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	116%	21%	240%	32%	7%	14%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-88%	Neg.	Neg.	96%	103%	41%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	248%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	246%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	39,4%	36,3%	46,3%	48,3%
EBITDA-marginal	16,0%	1,0%	Neg.	7,1%	10,2%	19,1%	23,1%
EBITDA-marginal, justerad	16,0%	1,0%	Neg.	7,1%	10,2%	19,1%	23,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%	9,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%	9,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	7,4%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

Avkastning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	20%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	25%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	41%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	9%	8%	5%	8%	10%	8%	8%
Leverantörsskulder / KSV	20%	22%	10%	4%	6%	7%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	13%	19%	12%	14%	19%	21%	23%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	2%	-1%	-2%	0%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,6x	0,5x	2,0x	2,9x	2,9x	2,7x

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-19	-44	-48	-22	-9	-24	-45
Soliditet	95%	90%	92%	80%	66%	66%	67%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,5x	-0,6x	-0,5x	-0,3x	-0,1x	-0,3x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-9,3x	-189,6x	N.m.	-2,3x	-0,5x	-0,6x	-0,8x

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,54	-0,58	-1,37	-0,45	-0,54	0,29	1,01
EPS, justerad	-0,54	-0,58	-1,37	-0,45	-0,54	0,29	1,01
FCF per aktie	0,06	-1,19	-2,37	-1,54	-0,73	0,88	1,20
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,69	4,55	5,35	4,89	4,32	4,61	5,61
Antal aktier vid årets slut, m	14,2	15,8	17,2	17,2	17,3	17,3	17,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	14,2	15,0	16,5	17,2	17,2	17,3	17,3

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

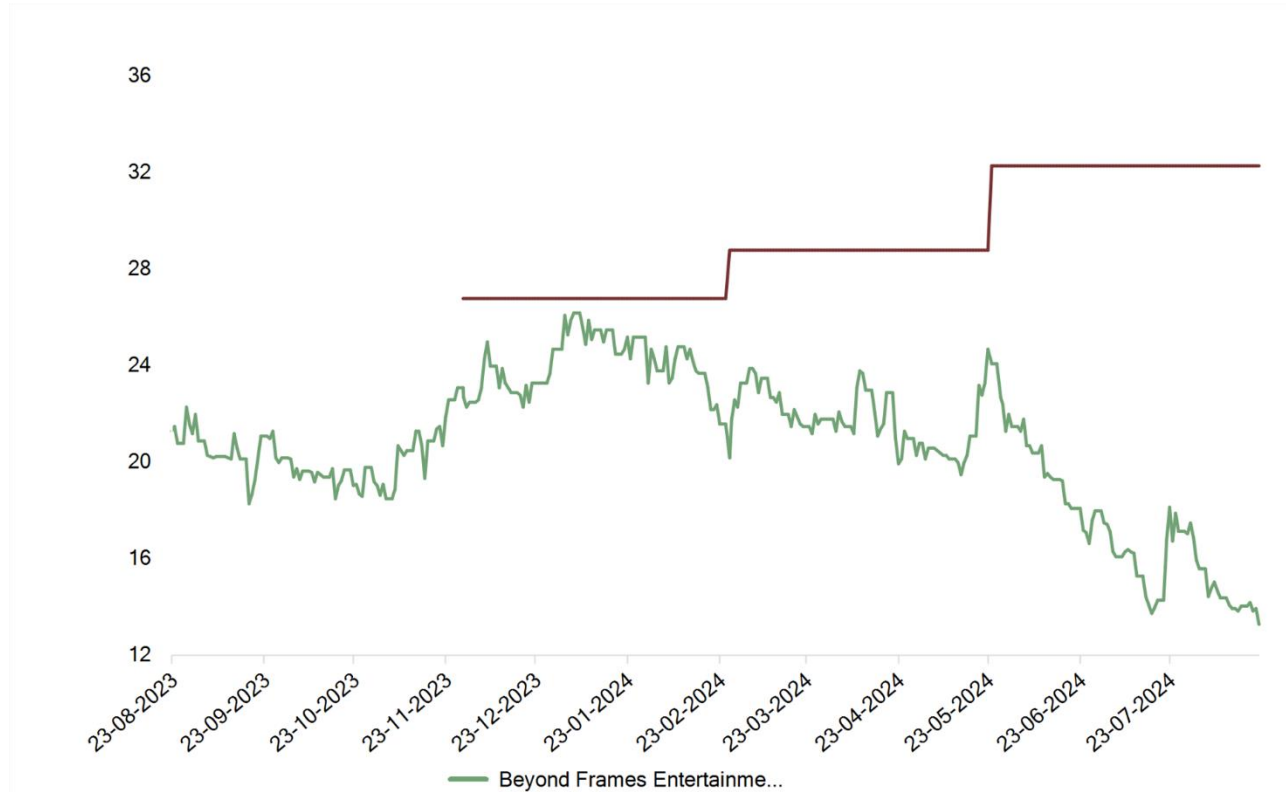
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	44,6x	12,9x
P/EK	7,7x	7,8x	1,8x	5,0x	3,0x	2,8x	2,3x
P/FCF	100x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,7x	10,8x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	9%
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	7,1x	3,0x	2,7x	1,9x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	65,1x	100x	Neg.	31,4x	11,1x	5,5x	3,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,4x	9,6x
EV	131	118	128	304	210	211	211
Aktiekurs	20,8	35,7	9,8	24,4	13,0	13,0	13,0

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Beyond Frames Entertainment AB (BEYOND 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, 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. Värdepappren 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