



## Penser Access by Carnegie

Hotell &amp; Restaurang | Sverige | 14 november 2024

# Angler Gaming

## Fortsatt stark trend i bruttomarginal – Q3 Review

### Stark EBIT i kvartalet

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,7m vilket motsvarar en minskning med 6,5% y/y. Siffran var 8,4% lägre än vad som implicit krävdes för att nå vårt helårsestimat. Minskningen y/y är delvis hänförlig till högre kundvinster än de historiska snittnivåerna, vilket återspeglas i att nyckeltalet hold sjunker till 57,5% från 60,8% i Q2'24. EBIT i kvartalet uppgick till EUR 1,5m vilket motsvarar en marginal om 15,0%, siffran var 3,8% högre än vad som implicit krävdes för att nå vårt helårsestimat. Bolaget har nu visat på en stigande EBIT-marginal sex kvartal i rad, främst drivet av en högre bruttomarginal. Sammanfattningsvis är Q3 ett kvartal där vi anser att de viktigaste nyckeltalen, det vill säga deposits och bruttomarginal, rör sig åt rätt håll, men där tillfälligheter sänker omsättningen.

### Nedjustering av estimaten som en följd av svag trading update

För innevarande år sänker vi vårt intäktsestimat med 5,2% givet den svaga starten på Q4 och att omsättningen i Q3 var lägre än vårt estimat. Justeringen för EPS är kopplad till EO-poster relaterade till bolagets tidigare lån som nu är återbetalat. För perioden 2025e-26e sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 5,0% och våra EBIT-estimat med 5,6%. Vi bedömer att de ökade investeringarna i marknadsföring kommer kunna accelerera tillväxten framöver.

### Oförändrat motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 6,8–7,5 kr för aktien. Vi anser att den främsta katalysatorn för aktien framöver kommer vara ett fortsatt starkt momentum i marginalen samt en återgång till normala hold-nivåer.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	6,8 - 7,5 kr	
Totala intäkter	-5,2%	-5,5%	-4,5%	39	41	48	56	Aktiekurs	4,2 kr	
EBIT, just.	-5,6%	-5,0%	-6,2%	24%	6%	16%	15%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-16,9%	-5,5%	-6,8%	4	6	7	8	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				4	6	7	8			
Q4 - rapport				4	6	7	8	<b>Intressekonflikter</b>		
20 februari 2025				0,0	0,0	0,1	0,1			
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				N.m.	70%	79%	16%			
Antal aktier			75m	0,1	0,1	0,2	0,3			
Börsvärde			27	0,0	0,0	0,0	0,0			
Nettoskuld			-2	10,5%	14,5%	15,4%	15,3%			
EV			25	35,1%	40,4%	46,1%	35,7%			
Free float			92%	68,1%	67,3%	53,3%	40,7%			
Daglig handelsvolym, snitt			0k	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x			
Bloomberg Ticker			ANGL SS EQUITY	6,0x	4,2x	3,4x	3,0x			
<b>Analytiker</b>				6,0x	4,2x	3,4x	3,0x			
Rikard Engberg				6,0x	4,2x	3,4x	3,0x			
rikard.engberg@carnegie.se				P/E, just.	12,5x	7,5x	4,2x	3,6x		
				P/EK	3,7x	2,5x	1,6x	1,1x		
				FCF yield	Neg.	18%	21%	21%		
				Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	-0,6x	-1,1x	-1,8x		
								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

**Flexibilitet:** Angler kan med sin storlek och egna plattform vara flexibelt i vilka marknader det väljer. Genom sina operatörlicenser i Malta, Sverige och Curaçao kan bolaget vara opportunistiskt när det gäller var det investerar i marknadsföring och vilken typ av spel det vill erbjuda.

**Växande B2B verksamhet:** Angler har genom sin egenutvecklade plattform börjat vinna B2B-projekt. Dessa har en högre lönsamhet och större skalbarhet än speloperatörsverksamheten. Vi bedömer att marknaden har förbisetat detta.

**Stark balansräkning:** Angler Gaming har en nettokassa och en stark kassaflödesgenerering. Vi räknar med att bolaget kommer kunna dra nytta av denna balansräkning kommande år genom förvärv eller återföring av kapital till aktieägarna.

### Bolagsprofil

Angler Gaming är aktivt inom iGaming, en konjunkturokänslig bransch med hög strukturell tillväxt. Vi tror att den kommer att växa med 10–12% per år de kommande åren, drivet av ett skifte från landbaserat spel och en ökad mobil- och internetpenetration. Angler Gaming driver sin verksamhet på marknader som många av de internationella aktörerna inte når, vilket historiskt resulterat i höga marginaler och tillväxt.

Den internationella iGaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 10–12% årligen. Vi ser framför allt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att iGaming fortfarande utgör en relativt liten andel av det totala spelandet. I Sverige och Storbritannien, som anses vara bland de mest mogna marknaderna, uppgick onlinepenetrationen till ca 50–70%. I många av Angler Gamings marknader är den mindre än 10%. Vidare bedömer vi att den vertikala där Angler är aktivt, casinospel, har lägst onlinepenetration, vilket kan medföra en hög tillväxt. Dessutom verkar onlinespelandet vara svagt, eller till och med negativt korrelerat med den allmänna konjunkturen. Som exempel växte spelöverskottet i UK och Irland under 2008–2009 medan ekonomin i stort krympte.

Angler Gaming har tidigare visat starka operationella nyckeltal genom hela balans- och resultaträkningen. Ett nyckeltal som sticker ut är att man tidigare har haft branschens högsta EBIT per anställd. Vi tror detta var möjligt av två anledningar. Den första är att man genom att äga sin egen plattform kan hålla nere kostnaderna. Många andra mindre bolag i sektorn använder sig av en tredjepartsplattform som betalas med en del av spelöverskottet. Den andra anledningen är att man genom ett litet och dedikerat team klarar av att vara snabbfotad med lansering av nya produkter samt i valet av marknader. Vi ser nu att bolaget har börjat hitta tillbaka till den lönsamma höga tillväxt det hade under åren 2018–2020.

### Värdering

Vi har använt en DCF för att värdera Angler, vilket ger ett motiverat värde om 6,8–7,5 kr.

## Kvartalet i korthet

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,7m, vilket motsvarar en tillväxt om 6,5% y/y. Tillväxten påverkas negativt av att hold, förhållandet mellan intäkter och deposits, sjunker till 57,5% vs 62,1% i Q3'23. Deposits i kvartalet uppgick till EUR 18,9m vilket motsvarar en tillväxt om 2,1% y/y. Den låga tillväxten är hänförlig till högre kundvinster än det historiska snittet. Aktiva kunder uppgick till 52 152 vilket motsvarar en ökning med 9,0% y/y. Detta, i kombination med att nya registrerade kunder uppgick till 47 985, en ökning med 45% q/q, gör att vi bedömer det som sannolikt att tillväxten kan accelerera från dessa nivåer.

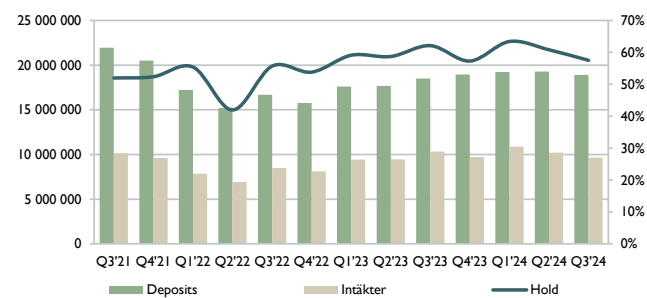
EBIT i kvartalet uppgick till EUR 1,5m vilket motsvarar en marginal om 15,0%. Den starka marginalen drivs av att bruttomarginalen uppgick till 36,1% vilket är den högsta på 11 kvartal. Orsaken är fortsatt förbättrade villkor från leverantörer samt att man städat bort olönsamma affiliate-kontrakt.

Under Q3 stod Premiergaming, bolagets dotterbolag med fokus på den nordeuropeiska marknaden, för 6,4% av intäkterna och en tillväxt om 66% y/y. Under kvartalet har bolaget lanserat en sportbok för varumärket samt börjat med traditionell marknadsföring vilket gör att vi bedömer att tillväxten kommer kunna accelerera för detta affärsområde.

Sammanfattningsvis ser vi de minskade intäkterna i kvartalet som ett mindre hack i kurvan givet att andra nyckeltal utvecklas väl.

### Nedgång i hold pressar tillfälligt omsättningstillväxten...

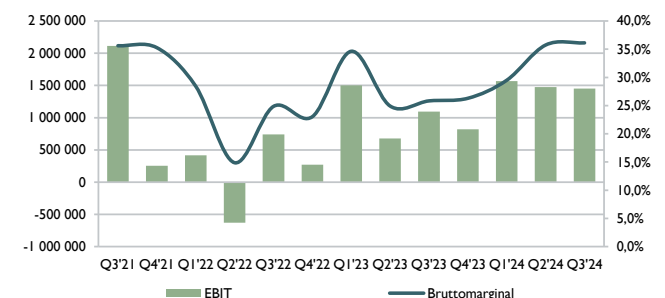
Deposits och intäkter (EUR)



Källa: Penser by Carnegie

### ...bruttomarginalen driver kraftig EBIT-tillväxt y/y

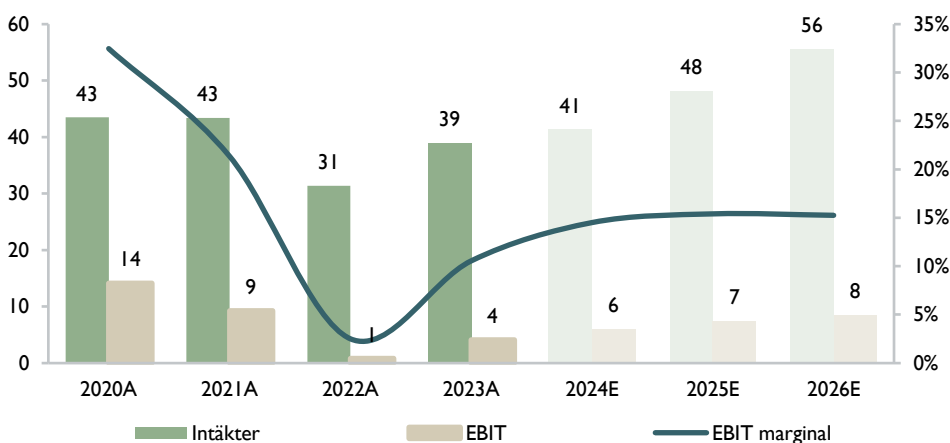
EBIT och bruttomarginal (EUR)



Källa: Penser by Carnegie

### Vi bedömer att en acceleration i tillväxt är möjlig givet marknadsföringsinvesteringar

Försäljning och EBIT (EURm)



Källa: Penser by Carnegie

# Värdering

DCF					
Värdering		WACC antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	12	Risfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	39	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>51</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-1	Extra riskpremium	1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	86,1%
<b>Eget kapital</b>	<b>52</b>			Skattesats	12,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	75			Terminalvärde, % av EV	77,2%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>6,9</b>				

Känslighetsanalys														
		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal					
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	12,0%		14,5%	17,0%	19,5%	22,0%		
	14,0%	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3		14,0%	4,5	6,2	8,0	9,7	11,4	
	14,5%	7,1	7,3	7,4	7,6	7,7		14,5%	4,2	5,8	7,4	9,0	10,6	
<b>WACC</b>	15,0%	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2	<b>WACC</b>	15,0%	3,9	5,4	6,9	8,4	10,0	
	15,5%	6,3	6,3	6,4	6,6	6,7		15,5%	3,6	5,0	6,4	7,9	9,3	
	16,0%	5,9	5,9	6,0	6,1	6,2		16,0%	3,3	4,7	6,0	7,4	8,8	

Källa: Penser by Carnegie

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	43	43	31	39	41	48	56
Kostnad sålda varor	-24	-28	-24	-28	-27	-31	-36
<b>Bruttoresultat</b>	19	15	7	11	14	17	19
Försäljningskostnader	-2	-2	-1	-1	-2	-3	-4
Övriga rörelsekostnader	-3	-6	-5	-5	-6	-6	-7
<b>EBITDA</b>	14	8	1	4	6	7	8
<b>EBITDA, justerad</b>	14	8	1	4	6	7	8
<b>EBITA, justerad</b>	14	8	1	4	6	7	8
<b>EBIT</b>	14	8	1	4	6	7	8
<b>EBIT, justerad</b>	14	8	1	4	6	7	8
Finansnetto	-2	-1	-5	-2	-2	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	12	7	-4	2	4	7	8
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	12	7	-4	2	4	7	8
<b>Nettoresultat</b>	11	7	-3	2	4	6	7
<b>Nettoresultat, justerad</b>	11	7	-3	2	4	6	7
Omsättningstillväxt	Neg.	-1%	-27%	24%	6%	16%	15%
Bruttomarginal	44,1%	35,1%	23,1%	27,9%	34,1%	35,0%	35,0%
EBIT-marginal, justerad	32,3%	17,6%	2,5%	10,5%	14,5%	15,4%	15,3%
EPS, justerad	0,15	0,09	-0,05	0,03	0,05	0,09	0,10
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-40%	N.m.	N.m.	70%	79%	16%

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	14	8	1	4	6	7	8
Övriga kassaflödesposter	-3	-1	-4	-2	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	4	-3	-1	-2	-1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	10	5	1	0	5	6	8
<b>Fritt kassaflöde</b>	10	5	1	0	5	6	8
Förändring av skulder	0	0	1	0	0	0	0
Utdelningar	-5	-9	-6	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-5	-9	-5	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	4	-4	-5	0	5	6	8
<b>Nettoskuld</b>	-10	-6	-1	-1	-4	-8	-15

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Kundfordringar	10	12	8	19	12	15	16
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	6	1	1	4	8	15
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>31</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>33</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	16	15	5	7	11	17	25
<b>Summa eget kapital</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>25</b>
Leverantörsskulder	4	4	5	15	6	7	8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>33</b>

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-1%	-27%	24%	6%	16%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-46%	-90%	421%	46%	24%	14%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-46%	-90%	427%	46%	24%	14%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-40%	N.m.	N.m.	70%	79%	16%
Bruttomarginal	44,1%	35,1%	23,1%	27,9%	34,1%	35,0%	35,0%
EBITDA-marginal	32,3%	17,6%	2,5%	10,6%	14,5%	15,4%	15,3%
EBITDA-marginal, justerad	32,3%	17,6%	2,5%	10,6%	14,5%	15,4%	15,3%
EBIT-marginal	32,3%	17,6%	2,5%	10,5%	14,5%	15,4%	15,3%
EBIT-marginal, justerad	32,3%	17,6%	2,5%	10,5%	14,5%	15,4%	15,3%
Vinst-marginal, justerad	26,3%	15,9%	Neg.	5,4%	8,7%	13,3%	13,4%

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	44%	Neg.	35%	40%	46%	36%
ROCE, justerad	Neg.	49%	8%	68%	67%	53%	41%
ROIC, justerad	Neg.	95%	12%	85%	92%	94%	94%

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	28%	25%	50%	28%	31%	29%
Leverantörsskulder / KSV	15%	14%	22%	52%	21%	24%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	14%	12%	17%	42%	17%	18%	17%
Rörelsekapital / totala intäkter	13%	18%	8%	12%	14%	16%	15%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	2,9x	6,4x	5,5x	3,9x	2,8x	2,3x

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-10	-6	-1	-1	-4	-8	-15
Soliditet	80%	77%	48%	33%	65%	70%	75%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,5x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-0,7x	-0,7x	-1,5x	-0,3x	-0,6x	-1,1x	-1,8x

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,15	0,09	-0,05	0,03	0,05	0,09	0,10
EPS, justerad	0,15	0,09	-0,05	0,03	0,05	0,09	0,10
FCF per aktie	0,13	0,06	0,01	-0,01	0,06	0,07	0,10
Utdelning per aktie	0,05	0,04	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,22	0,20	0,07	0,09	0,14	0,23	0,33
Antal aktier vid årets slut, m	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

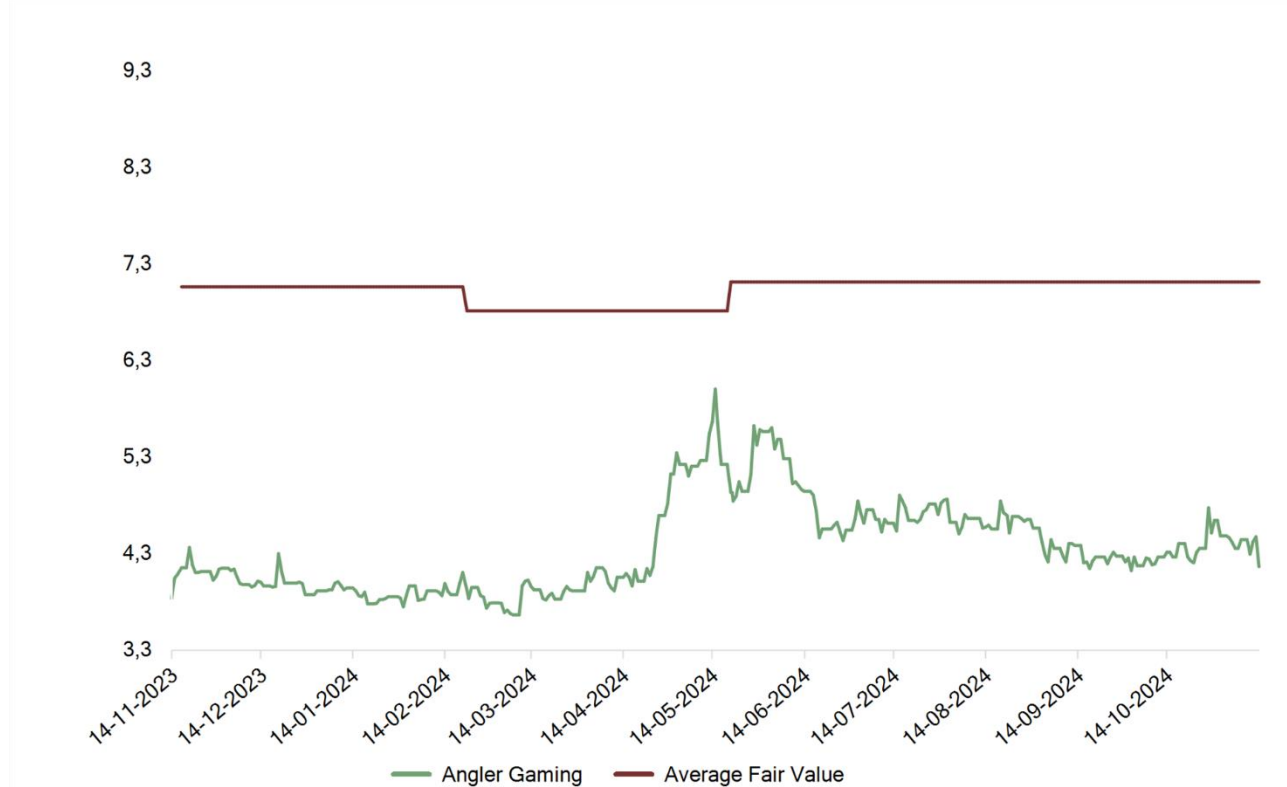
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	2,4x	12,1x	Neg.	12,5x	7,5x	4,2x	3,6x
P/EK	1,7x	5,6x	6,1x	3,7x	2,5x	1,6x	1,1x
P/FCF	2,8x	17,8x	39,5x	Neg.	5,6x	4,9x	3,6x
FCF-yield	36%	6%	3%	Neg.	18%	21%	28%
Direktavkastning	12,4%	4,1%	13,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	29,5%	49,0%	-114,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	36,6x	7,0x	4,2x	3,4x	3,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	37,2x	7,1x	4,2x	3,4x	3,0x
EV	Neg.	Neg.	29	29	25	25	25
Aktiekurs	4,2	11,3	4,4	3,9	4,2	4,2	4,2

Källa: Angler Gaming, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Angler Gaming (ANGL 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, 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