



## Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara &amp; Tjänster | Sverige | 30 juli 2024

# VO2 Cap Holding

## Marginalförstärkning av kostnadsfokus och tillväxt

### Tillväxt driven av god utveckling inom Display-, (D)OOH- och AdTech

Intäkterna för koncernen växte totalt 1% y/y i Q2 och var i stort oförändrade organiskt y/y. Segmentvis påminde dynamiken om den vi sett hittills under 2024, med stark tillväxt inom AdTech- och (D)OOH-segmenten, men minskade intäkter inom Agency-segmentet. Displayintäkterna växte 6% y/y i Q2, vilket vi anser är goda siffror mot bakgrund av den volatila underliggande marknaden för försäljning inom digital display. Vi bedömer att intäkterna inom Agency kommer att vara fortsatt belastade under H2 i år, innan vi ser de fulla effekterna av omställningen inom segmentet. Vi ser samtidigt goda indikationer på momentum inom bland annat det viktiga Display-segmentet för H2.

### Kostnadseffektiviseringar och högre bruttomarginal ger utslag på lönsamhet

Bruttomarginalen stärks y/y till 42% (40%), vilket medför marginalförstärkning och en justerad EBITDA-marginal om 6% (2%). Lönsamhetsutvecklingen reflekterar en marginalförstärkning i samtliga segment utom Agency. EBIT förstärks y/y justerat för att Q2'23 inkluderade positiva omvärderingar av tilläggsköpeskillingar. Justerad EBIT uppgick till 0,3 mkr (-4,1 mkr).

### Robusta siffror i en tuff marknad

Sammantaget anser vi att tillväxtsiffrorna är positiva med hänsyn till marknaden, som varit präglad av lägre investeringar för flera subsegment. Vi ser fortsatt förbättring inom Agency och återkomsten inom Netric som centrala aspekter för våra tillväxtprognoser för återstoden av 2024 och för 2025. Vi ser ett nytt motiverat värde om 3,8 – 4,8 kr (4,0 – 5,0 kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24	25	26	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	3,8 – 4,8 kr		
Totala intäkter	-2,0%	0,5%	0,5%	386	375	435	457	Aktiekurs	3,0 kr		
EBITDA, just.	-4,8%	0,5%	0,5%	Tillväxt	-32%	-3%	16%	5%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	N/M	-0,7%	-2,2%	EBITDA, just.	15	28	44	53	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-32	6	27	37			
Q3 - rapport	30 oktober 2024			EPS, just.	-0,6	0,0	0,4	0,5			
Q4 - rapport	11 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	42%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	4,2	4,4	4,7	5,2			
Antal aktier	57m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	168			EBIT-marginal	2,3%	1,7%	6,2%	8,2%			
Nettoskuld	75			ROE, just.	Neg.	0,3%	7,8%	10,1%			
EV	243			ROCE, just.	Neg.	2,2%	9,5%	12,5%			
Free float	39%			EV/Sales	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x			
Daglig handelsvolym, snitt	5k			EV/EBITDA	14,9x	8,7x	5,5x	4,6x			
Bloomberg Ticker	VO2 SS EQUITY			EV/EBIT	Neg.	38,8x	9,0x	6,5x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	Neg.	N.m.	8,3x	5,9x			
Hjalmar Jernström				P/EK	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	Yes	No	
hjalmar.jernstrom@carnegie.se				FCF yield	1%	Neg.	20%	26%	Likviditetsgarant	✓	
				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	3,3x	1,3x	0,3x	Certified adviser		✓
								Transaktioner 12m			✓

## Investment case

VO2 Cap Holding (VO2) äger sex bolag inom medie- och techindustrin, med lång historik av god tillväxt. VO2 har historiskt genomfört flera förvärv, samtidigt som de förvärvade bolagen redovisat organisk tillväxt på goda nivåer. Förvärvsstrategin baseras på tydliga finansiella och operationella kriterier, samtidigt som VO2 möjliggör för tydliga synergier inom koncernen, där förvärvade bolag kan accelerera sin tillväxt genom bland annat korsförsäljning, samt tillgång till kompetens för affärsutveckling. Vi bedömer att VO2 har en stark historik av att möjliggöra synergier för förvärvade bolag, samtidigt som många av bolagen är exponerade mot nischade delar av mediemarknaden, där tillväxten är avsevärt kraftigare än tillväxten för mediemarknaden som helhet.

VO2 har uppvisat en organisk försäljningstillväxt som historiskt överträffat marknadstillväxten, samtidigt som bolaget förvärvar bolag med ihållande och stabil lönsamhet. Vi bedömer dessutom att bolagen har en tydlig skalbarhet, vilket skapar en attraktiv dynamik när dotterbolag integreras och accelererar tillväxten. Utöver detta anser vi att ledning och styrelse i både ägarbolag och dotterbolag har lång och relevant erfarenhet av den svenska medie- och techmarknaden.

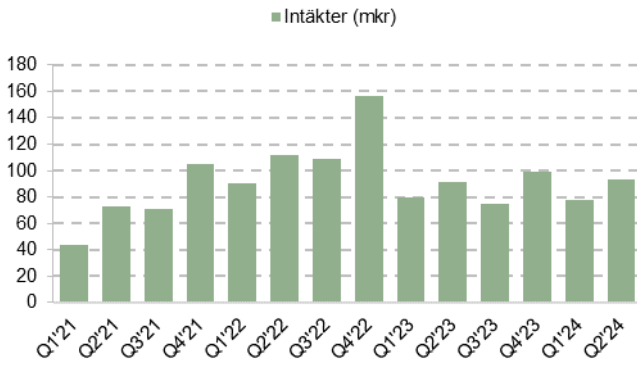
## Bolagsbeskrivning

VO2 Cap Holding (VO2) är ett svenskt holdingbolag som investerar i bolag inom medie- och techindustrin. Bolagets strategi går ut på att förvärva och konsolidera europeiska medie- och techbolag med starka finansiella profiler, nischade segmentexponeringar och starka historiska utvecklingar. VO2 investerar i, äger och utvecklar bolag inom den nordiska medie- och techbranschen. Bolaget har en historik av stark tillväxt, drivet av organisk tillväxt i dotterbolagen, samt kontinuerliga förvärv av nya dotterbolag. Idag äger VO2 sex bolag: Leeads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owilli, och Madington. VO2 grundades 2021 och bolagets huvudkontor ligger i Stockholm.

## Värdering

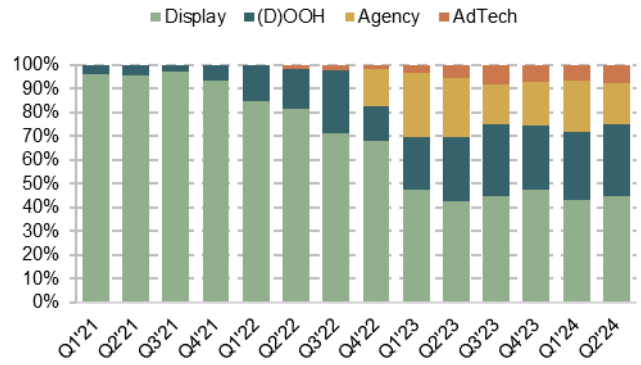
Vi värderar VO2 med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 3,8 – 4,8 kr (4,0 – 5,0 kr) per aktie.

Figur 1: Intäkter 2021-2024 (mkr)



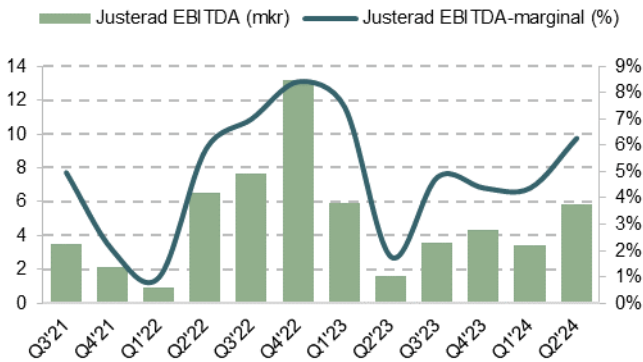
Källa: VO2

Figur 2: Intäktsfördelning (mkr)



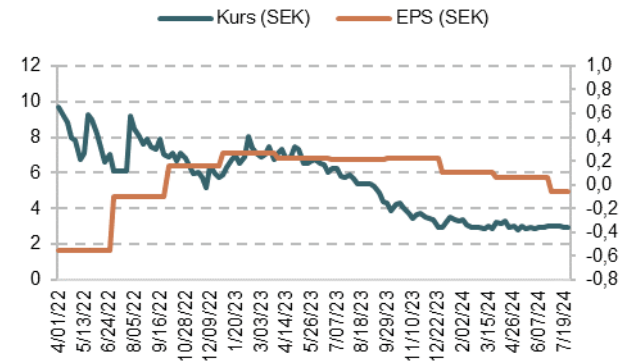
Källa: VO2, Penser by Carnegie

Figur 3: Justerad EBITDA (mkr)



Källa: VO2

Figur 4: EPS och kurs (SEK)



Källa: Factset, Penser by Carnegie

## Kvartalet i detalj

Intäkter för Q2 uppgick till totalt 93 mkr (92 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om 1%. Det största segmentet Display växte 6% y/y, vilket vi anser är starka siffror med hänsyn till det volatila marknadsläget för displaymarknaden. Segmenten (D)OOH och AdTech växte 12% respektive 38% y/y. Agency är fortsatt belastat av en tuff marknad för mediebyråer och backar 28% y/y. Utvecklingen inom segmentet är enligt vår bedömning en effekt av en tuff marknad för mediebyråer, samtidigt som förändringar i ledningsgrupper och strategiska omställningar medför en övergångsperiod innan de fulla resultaten börjar synas. Vi noterar att Agency under Q3 kommer möta lättare jämförelsetal med en omsättning om 12 mkr för Q3'23. Sammantaget anser vi att tillväxten i totala intäkter för koncernen visar en robust utveckling med hänsyn till den underliggande marknaden och anser att tillväxten i de viktiga segmenten Display och (D)OOH är starka aspekter i Q2.

VO2 meddelade i samband med kvartalsrapporten att VD Bodil Ericsson Torp på egen begäran avslutar sin anställning för att istället bli VD för Storytel. Samtidigt meddelar VO2 att Patrik Sandberg tillträder som tillförordnad VD. Patrik var med och medgrundade VO2 och sitter idag i styrelsen för VO2 samt dotterbolaget Netric Sales. Vi ser att Patrik har lång och relevant branschfarenhet och mycket god kännedom om de svenska mediemarknaderna.

## Estimatjusteringar

Vi justerar prognoserna för innevarande år för att reflektera utfallet i kvartalet och våra förväntningar för resten av 2024. Faktorer som bidrar till tillväxten i våra prognoser för 2025 är en återkomst inom Netric Sales efter bytet av teknikleverantör, tillsammans med en återhämtning inom Agency-segmentet. Vi ser fortsatt stor potential från eventuella förvärv under perioden. Vi justerar totalt intäktsprognoser för innevarande år med -2% och EBITDA med -5%. Vi gör endast marginella justeringar av prognoserna för 2025-2026.

## Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi använder för 2024e en multipel om 10,0x EBITDA (10,5x, där förändringen är driven av lägre sektormultiplar). I övrigt justerar vi värderingen för nettoskuld, som inkluderar räntebärande upplåning, leasingskulder samt det diskonterade värdet av tilläggsköpeskillingar. Vi väljer att justera ned värdet av tilläggsköpeskillingarna med 20% för att reflektera vår uppskattning av sannolikheten för att köpeskillingarna realiserar. Vi ser ett nytt motiverat värde om 3,8 – 4,8 kr (4,0 – 5,0 kr) per aktie där multipelansatsen indikerar ett värde om 3,8 kr per aktie (4,1 kr) och DCF-modellen indikerar ett värde om 4,9 kr per aktie (5,1 kr).

Figur 5: Multipelvärdering

Värdering		Nettoskuldskomponenter		Känslighetsanalys				
Multipel (EBITDA 2024e x)	10,0	Räntebärande skuld	19 060	Multipel (EBITDA 2024e x)				
EBITDA 2024e	28	Leasingskulder	17 112	8,0	10,0	12,0	14,0	
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>279 232</b>	Tilläggsköpesk.	58 948	Motiverat värde (SEK)	2,8	3,8	4,8	5,8
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	16 144	Kassa och Bank	20 028					
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	47 158	<b>Nettoskuld</b>	<b>75 092</b>					
<b>Eget kapital</b>	<b>215 930</b>							
Antal utstående aktier, full utspädning	56 882							
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>3,8</b>							

Källa: Penser by Carnegie

Figur 6: DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassafloden	242 769	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	112 290	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>355 059</b>	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	16 144	Extra riskpremie	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	58 948	<b>WACC</b>	<b>12,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
<b>Eget kapital</b>	<b>279 967</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	56 882				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>4,9</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Figur 7: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
WACC	11,0%	5,2	5,3	5,5	5,7	5,9	11,0%	5,0	5,2	5,5	5,8	6,0	
	11,5%	4,9	5,1	5,2	5,3	5,5	11,5%	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7	
	12,0%	4,7	4,8	4,9	5,0	5,2	12,0%	4,5	4,7	4,9	5,1	5,4	
	12,5%	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	12,5%	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1	
	13,0%	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	13,0%	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Nettoomsättning</b>	<b>292</b>	<b>537</b>	<b>345</b>	<b>373</b>	<b>435</b>	<b>456</b>
Övriga rörelseintäkter	1	32	41	2	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>293</b>	<b>569</b>	<b>386</b>	<b>375</b>	<b>435</b>	<b>457</b>
Kostnad sålda varor	-235	-349	-197	-210	-239	-251
<b>Bruttoresultat</b>	<b>57</b>	<b>220</b>	<b>189</b>	<b>165</b>	<b>196</b>	<b>206</b>
Försäljningskostnader	-35	-70	-103	-109	-120	-123
Övriga rörelsekostnader	-27	-24	-30	-28	-33	-30
<b>EBITDA</b>	<b>-5</b>	<b>126</b>	<b>55</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>53</b>
Jämförelsestörande poster	12	27	40	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>99</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>53</b>
Avskrivningar	0	-1	-1	0	0	0
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>98</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>53</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-12	-72	-47	-21	-17	-16
<b>EBIT</b>	<b>-17</b>	<b>53</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-28</b>	<b>26</b>	<b>-32</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
Finansnetto	0	-2	-4	-4	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-17</b>	<b>51</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>36</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-28</b>	<b>24</b>	<b>-36</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>36</b>
Total skatt	0	-3	1	-1	-5	-8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-17</b>	<b>48</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>29</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-29</b>	<b>21</b>	<b>-34</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>29</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	94%	-32%	-3%	16%	5%
Bruttomarginal	19,7%	41,0%	54,8%	44,2%	45,2%	45,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,8%	Neg.	1,7%	6,2%	8,2%
EPS, justerad	-0,58	0,40	-0,64	0,01	0,35	0,50
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	42%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys						
	20/21	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	-17	53	8	6	27	37
Övriga kassaflödesposter	19	36	8	16	11	7
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-5	-32	-3	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>2</b>	<b>102</b>	<b>10</b>	<b>-10</b>	<b>35</b>	<b>45</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	0	-2	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-8	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>1</b>	<b>-38</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>64</b>	<b>2</b>	<b>-11</b>	<b>34</b>	<b>44</b>
Nyemission / återköp	0	21	0	0	0	0
Förändring av skulder	22	12	-7	-6	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-12	-9	-5	-5
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>21</b>	<b>89</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>	<b>26</b>	<b>36</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>34</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	<b>91</b>	<b>57</b>	<b>13</b>

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Balansräkning						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	114	202	242	242	242	242
Övriga immateriella tillgångar	59	130	131	120	109	99
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0
Andelar i intresseföretag	0	1	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	21	26	22	13	7	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>195</b>	<b>360</b>	<b>396</b>	<b>376</b>	<b>360</b>	<b>345</b>
Kundfordringar	58	80	48	60	74	78
Övriga omsättningstillgångar	43	18	9	12	14	15
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	23	-6	19	55
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>80</b>	<b>65</b>	<b>107</b>	<b>147</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>477</b>	<b>442</b>	<b>467</b>	<b>493</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	152	205	225	250	270	298
<b>Summa eget kapital</b>	<b>152</b>	<b>205</b>	<b>225</b>	<b>250</b>	<b>270</b>	<b>298</b>
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	14	9	6	3
Långfristiga leasingskulder	13	13	11	5	1	-2
Övriga långfristiga skulder	28	102	109	81	81	81
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>58</b>	<b>139</b>	<b>134</b>	<b>95</b>	<b>89</b>	<b>82</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9	9
Leverantörsskulder	51	59	36	30	35	37
Kortfristiga leasingskulder	6	11	9	6	5	3
Övriga kortfristiga skulder	45	75	64	52	61	64
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>108</b>	<b>154</b>	<b>118</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>112</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>318</b>	<b>498</b>	<b>477</b>	<b>442</b>	<b>467</b>	<b>493</b>

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Intäkstillväxt	Neg.	94%	-32%	-3%	16%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	-84%	80%	59%	20%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	330%	39%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	42%
Bruttomarginal	19,7%	41,0%	54,8%	44,2%	45,2%	45,2%
EBITDA-marginal	Neg.	23,4%	16,0%	7,5%	10,2%	11,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	18,4%	4,5%	7,5%	10,2%	11,7%
EBIT-marginal	Neg.	9,8%	2,3%	1,7%	6,2%	8,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,8%	Neg.	1,7%	6,2%	8,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	3,8%	Neg.	0,2%	4,6%	6,3%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Avkastning						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ROE, justerad	Neg.	11%	Neg.	0%	8%	10%
ROCE, justerad	Neg.	11%	Neg.	2%	9%	12%
ROIC, justerad	Neg.	11%	Neg.	2%	8%	12%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Kundfordringar / totala intäkter	20%	14%	12%	16%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	18%	14%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	35%	36%	28%	28%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-6%	-11%	-3%	-2%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	2,2x	1,4x	1,3x	1,5x	1,5x

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Finansiell ställning						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nettoskuld	34	93	104	91	57	13
Soliditet	48%	41%	47%	56%	58%	61%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,5x	0,4x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	0,7x	1,9x	3,3x	1,3x	0,3x

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Aktiedata						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS	-0,34	0,93	0,10	0,01	0,35	0,50
EPS, justerad	-0,58	0,40	-0,64	0,01	0,35	0,50
FCF per aktie	0,05	1,24	0,03	-0,20	0,59	0,77
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,20	4,39	4,74	5,24
Antal aktier vid årets slut, m	49,2	51,4	53,5	56,9	56,9	56,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,2	51,4	53,5	56,9	56,9	56,9

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

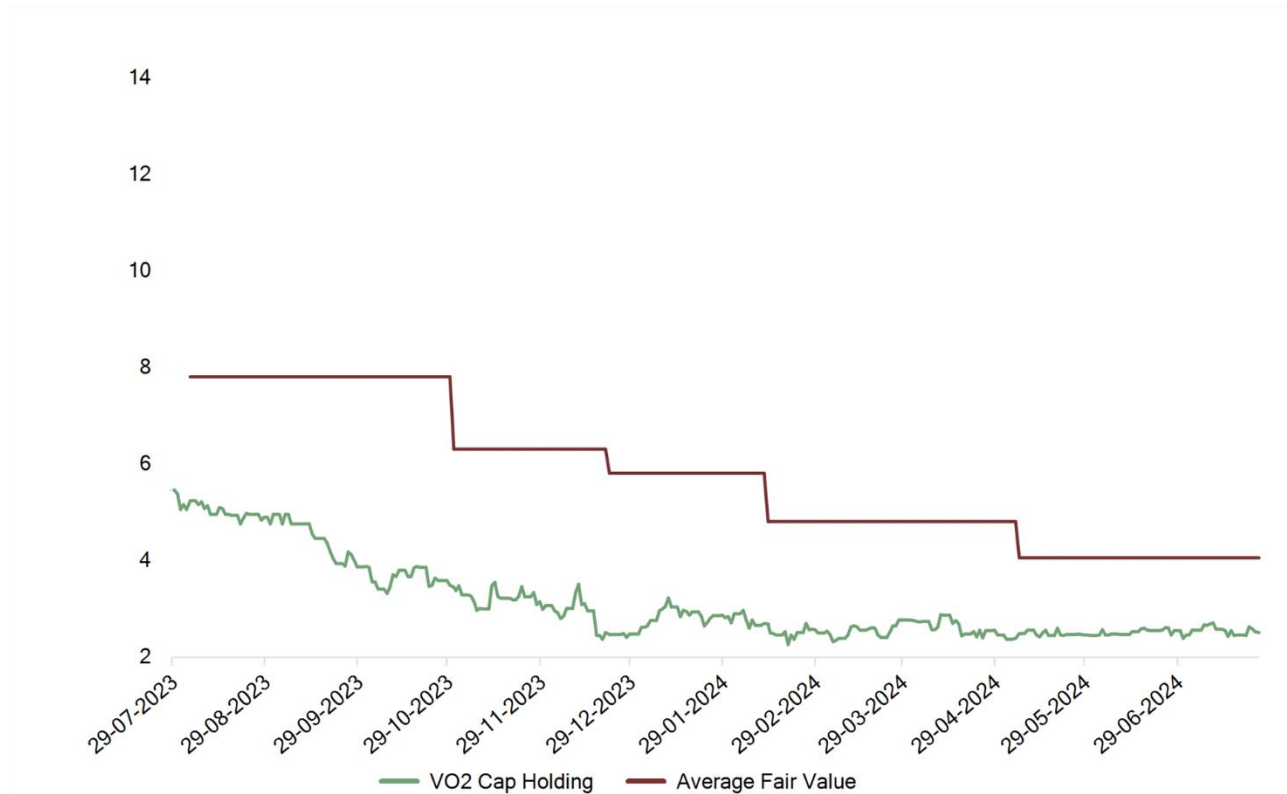
Värdering						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
P/E, justerad	Neg.	14,8x	Neg.	100x	8,3x	5,9x
P/EK	5,1x	1,5x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
P/FCF	100x	4,8x	87,6x	Neg.	5,0x	3,8x
FCF-yield	0%	21%	1%	Neg.	20%	26%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	4,0x	16,8x	8,7x	5,5x	4,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	15,4x	Neg.	38,8x	9,0x	6,5x
EV	809	397	260	243	243	243
Aktiekurs	15,7	5,9	2,9	3,0	3,0	3,0

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### VO2 Cap Holding (VO2 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 analystjänsterna 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 relaterad till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller 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 analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. 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