



Penser Access by Carnegie

Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 04 november 2024

VO2 Cap Holding

God justerad lönsamhet överskuggas av Agency-tillväxten

Nedvärdering av Agency sätter tonen trots fortsatt god trend inom (D)OOH och Display

Intäkterna för VO2 växte organiskt 5% under Q3 och uppgick till 79 mkr (75 mkr). Tillväxten är nettoeffekten av vad vi anser är god tillväxt i (D)OOH och Display, samtidigt som Agency-intäkterna minskar med 24% y/y. Utvecklingen inom Agency är ett resultat av den strategiska översynen inom dotterbolaget Borg Owilli och en utmanande byråmarknad som fortsatt under Q3. AdTech-intäkterna växte 4% y/y. EBITDA justerad för omvärderingar av tilläggsköpeskillingar växte y/y till 5,6 mkr (3,6 mkr) motsvarande en marginal om 7,1% (4,8%). Marginalen om 7% stärks därmed sekventiellt från 6% i Q2. Vi anser sammantaget att utvecklingen går åt rätt håll i flera segment, särskilt den justerade EBITDA-marginalen som närmar sig målet om 8%. Agency-utvecklingen i Q3 är dock tongivande, samtidigt som vi bedömer att Agency snabbt kan vända till tillväxt ifall den underliggande marknaden skulle förbättras.

Reducerade rörelsekostnader och fortsatt god trend av justerad EBITDA-marginal

Mot bakgrund av utvecklingen inom Agency under 2024 skriver VO2 ned värdet av Borg Owilli med 64 mkr i kvartalet och omvärderar även tilläggsköpeskillingen vilket medför att total EBITDA uppgår till 16 mkr (18 mkr). Rörelsekostnader minskar 2% y/y. Kassaflödet hade vissa säsongsmässiga effekter på rörelsekapitalet, så fritt kassaflöde minskar y/y.

Upplagt för stark tillväxt under 2025

Sammantaget har utvecklingen inom Agency haft stor inverkan på kvartalet och överskuggar en relativt god utveckling under 2024 i övriga segment. Mot bakgrund av utvecklingen i Agency väljer vi att anta en väsentligt mer försiktig syn på segmentet under 2025 till dess att effekterna av omstruktureringen blir tydliga. Detta är den huvudsakliga anledningen till att vi reviderar våra prognoser för 2025 med 7%. Inför 2025 ser vi indikationer på ökad optimism i flera segment av mediemarknaden, vilket kombinerat med återkomst inom Netric gör att vi ser god potential för stark tillväxt under året. Vi ser ett nytt motiverat värde om 3,1–3,6 kr per aktie (3,8–4,8 kr per aktie).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	3,1 - 3,6 kr	
Totala intäkter	-3,5%	-7,0%	-7,0%	386	362	405	425	Aktiekurs	2,3 kr	
EBITDA, just.	-24,1%	-16,0%	-14,8%	Tillväxt	-32%	-6%	12%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	N.m.	-29,4%	-22,9%	EBITDA, just.	15	21	37	45	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-32	-25	19	29		
Q4 - rapport	11 februari 2025			EPS, just.	-0,6	-0,4	0,3	0,4	Intressekonflikter	
Q1 - rapport	06 maj 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	55%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	4,2	3,4	3,7	4,1		
Antal aktier	57m			EBIT-marginal	2,3%	Neg.	4,8%	6,8%		
Börsvärde	133			ROE, just.	Neg.	Neg.	7,0%	10,0%		
Nettoskuld	73			ROCE, just.	Neg.	Neg.	8,4%	12,2%		
EV	207			EV/Sales	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x		
Free float	39%			EV/EBITDA	14,8x	9,7x	5,6x	4,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	19k			EV/EBIT	Neg.	Neg.	10,7x	7,1x		
Bloomberg Ticker	VO2 SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	9,4x	6,0x		
Analytiker				P/EK	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
Hjalmar Jernström				FCF yield	1%	Neg.	9%	28%		
hjalmar.jernstrom@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	2,5x	1,9x	0,7x		
								Likviditetsgarant	Yes	No
								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. Förvävsstrategin 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 får 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 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 stark historisk utveckling. 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: Leads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owili, och Madington. VO2 grundades 2021 och bolagets huvudkontor ligger i Stockholm.

Värdering

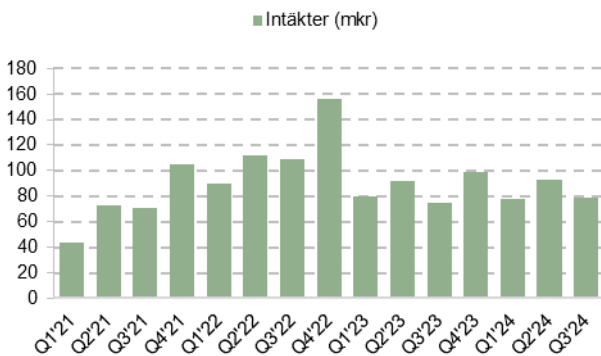
Vi värderar VO2 med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 3,1–3,6 kr per aktie (3,8–4,8kr) per aktie.

Kvartalet i detalj

VO2 redovisade intäkter om 79 mkr (75 mkr) motsvarande en organisk tillväxt om 5% y/y. Samtliga segment bortsett från Agency växte y/y. Display växte 2%, (D)OOH växte 27% och AdTech redovisade tillväxt om 4% y/y. Tillväxten i Display ska ställas i relation till väldigt goda tillväxtsiffror under Q3'23 (justerat för Netric) vilket skapar tuffa jämförelsetal. (D)OOH möter något enklare jämförelsetal, men den ackumulerade tillväxten y/y för Q1-Q3 2024 om 22% visar på starkt momentum i segmentet. Vi anser att tillväxten inom Display är god med hänsyn till jämförelsetalen, samtidigt som Agency-intäkterna fortsätter vara belastande för gruppen med en tillväxt y/y om -24%.

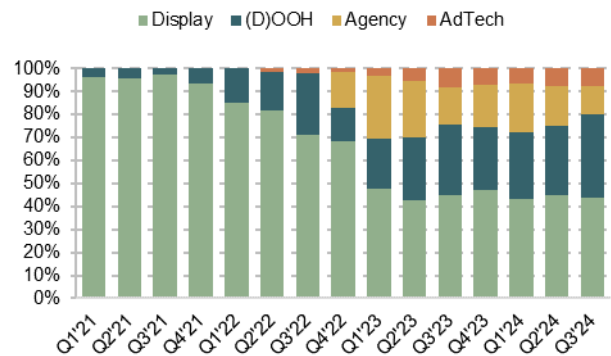
Agencyintäkter fortsätter att präglas av en tuff marknad och omorganisationen som drivits en tid i bolaget. Intäktsmodellen med ordrar som intäktsredovisas över en relativt kort tid medför att intjäningen blir volatil när marknaden är turbulent, och vi avvaktar utfallet av det strategiska arbetet som bedrivs. I samband med kvartalet gör VO2 en nedskrivning av innehavet i Borg Owilli, koncernens Agency-bolag, med 37 mkr.

Figur 1: Intäkter (koncern) 2021-2024



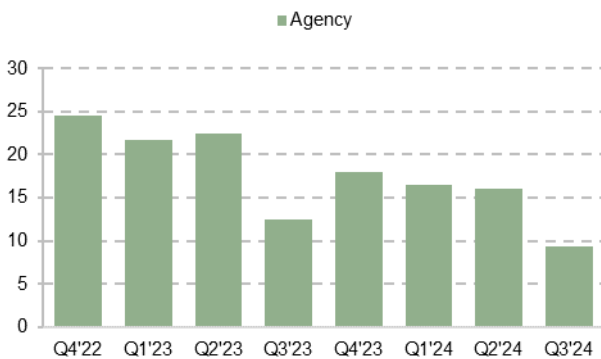
Källa: Carnegie Research

Figur 2: Intäktsfördelning 2021-2024



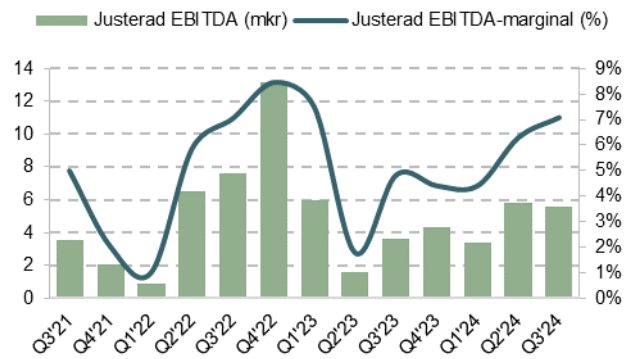
Källa: Carnegie Research

Figur 3: Agency: Intäkter 2022-2024



Källa: Carnegie Research

Figur 4: Justerad EBITDA och marginal 2021-2024



Källa: Carnegie Research

Estimatjusteringar

Vi adderar kvartalets avskrivning och justering av tilläggsköpeskillingarna. Vi väljer dessutom att justera ned våra förväntningar på Agency-intäkterna under 2025 och anta en mer försiktig inställning till Agency-segmentet. Vi bedömer att segmentet på sikt har goda möjligheter att vara bidragande till både tillväxtmål och redovisa EBITDA-marginaler över koncernens mål om 8%. Tills vidare justerar vi ned intäktsprognoserna för 2025-2026 med 7%. Vi ser fortsatt stark tillväxt under nästa år, drivet av fortsatt stark expansion inom (D)OOH, god utveckling inom AdTech och Display, där segmentet Display förväntas få starka bidrag från dotterbolaget Netric sales.

Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi använder för 2024e en multipel om 10x EBITDA. 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 50% för att reflektera vår uppskattning av sannolikheten för att köpeskillingarna realiserar. Vi ser ett motiverat värde om 3,1–3,6 kr per aktie (3,8–4,8 kr) där multipelansatsen indikerar ett värde om 3,1 kr per aktie (3,8 kr) och DCF-modellen indikerar ett värde om 4,0 kr per aktie (4,9 kr).

Figur 5: Multipelvärdering

Värdering		Nettoskuldskomponenter		Känslighetsanalys				
Multipel (EBITDA 2024e x)	10.4	Räntebärande skuld	16,611	Multipel (EBITDA 2024e x)				
EBITDA 2024e	21	Leasingskulder	13,399	8	10	12	14	
Företagsvärde (EV)	220,479	Tilläggsköpesk.	53,157	Motiverat värde (SEK)	2.3	3.1	3.8	4.5
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	20,280	Kassa och Bank	9,730					
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	26,579	Nettoskuld	73,437					
Eget kapital	173,621							
Antal utstående aktier, full utspädning	56,882							
Eget kapital per aktie	3.1							

Källa: Carnegie Research

Figur 6: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	250,522	Risikfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	52,766	Riskpremium	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	8.0%
Företagsvärde (EV)	303,288	Small cap-premie	6.0%	Avskrivningar, % av omsättning	2.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	20,280	Extra riskpremie	-2.0%	Capex, % av omsättning	2.0%
Minoritetsintressen och övrigt	53,157	WACC	12.0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2.7%
Eget kapital	229,851			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	56,882				
Eget kapital per aktie	4.0				

Källa: Carnegie Research

Figur 7: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	
WACC	11.0%	4.2	4.2	4.3	4.4	4.5	WACC	11.0%	4.0	4.2	4.3	4.5	4.6
	11.5%	4.1	4.1	4.2	4.2	4.3		11.5%	3.9	4.0	4.2	4.3	4.5
	12.0%	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2		12.0%	3.8	3.9	4.0	4.2	4.3
	12.5%	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0		12.5%	3.7	3.8	3.9	4.0	4.2
	13.0%	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9		13.0%	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0

Källa: Carnegie Research

Resultaträkning						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	292	537	345	349	404	425
Övriga rörelseintäkter	1	32	41	13	1	1
Totala intäkter	293	569	386	362	405	425
Kostnad sålda varor	-235	-349	-197	-201	-226	-238
Bruttoresultat	57	220	189	160	179	188
Försäljningskostnader	-35	-70	-103	-103	-111	-115
Övriga rörelsekostnader	-27	-24	-30	-26	-30	-28
EBITDA	-5	126	55	32	37	45
Jämförelsestörande poster	12	27	40	11	0	0
EBITDA, justerad	-16	99	15	21	37	45
Avskrivningar	0	-1	-1	0	0	0
EBITA, justerad	-16	98	15	21	37	45
Avskrivningar immateriella tillgångar	-12	-72	-47	-46	-18	-16
EBIT	-17	53	8	-15	19	29
EBIT, justerad	-28	26	-32	-25	19	29
Finansnetto	0	-2	-4	-6	-1	-1
Resultat före skatt	-17	51	4	-20	18	28
Resultat före skatt, justerad	-28	24	-36	-31	18	28
Total skatt	0	-3	1	6	-4	-6
Nettoresultat	-17	48	6	-15	14	22
Nettoresultat, justerad	-29	21	-34	-25	14	22
Omsättningsstillväxt	Neg.	94%	-32%	-6%	12%	5%
Bruttomarginal	19,7%	41,0%	54,8%	45,9%	44,2%	44,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,8%	Neg.	Neg.	4,8%	6,8%
EPS, justerad	-0,58	0,40	-0,64	-0,44	0,25	0,39
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	55%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-17	53	8	-15	19	29
Övriga kassaflödesposter	19	36	8	26	13	9
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-5	-16	-19	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	2	102	10	-4	13	39
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	0	-2	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-8	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	1	-38	-8	-2	-1	-1
Fritt kassaflöde	3	64	2	-6	12	38
Nyemission / återköp	0	21	0	0	0	0
Förändring av skulder	22	12	-7	-7	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-12	-7	-5	-5
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	18	26	-19	-15	-8	-8
Kassaflöde	21	89	-18	-21	3	30
Nettoskuld	34	93	104	80	69	31

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	114	202	242	205	205	205
Övriga immateriella tillgångar	59	130	131	109	98	88
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
Summa anläggningstillgångar	195	360	396	329	312	297
Kundfordringar	58	80	48	56	69	72
Övriga omsättningstillgångar	43	18	9	11	13	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	23	2	5	35
Summa omsättningstillgångar	122	139	80	69	87	121
SUMMA TILLGÅNGAR	318	498	477	398	399	417
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	152	205	225	196	210	232
Summa eget kapital	152	205	225	196	210	232
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	14	8	5	2
Långfristiga leasingkulder	13	13	11	6	2	-1
Övriga långfristiga skulder	28	102	109	79	79	79
Summa långfristiga skulder	58	139	134	92	86	80
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9	9
Leverantörsskulder	51	59	36	28	32	34
Kortfristiga leasingkulder	6	11	9	6	5	3
Övriga kortfristiga skulder	45	75	64	66	57	59
Summa kortfristiga skulder	108	154	118	109	103	105
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	318	498	477	398	399	417

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	94%	-32%	-6%	12%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	-84%	37%	75%	22%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	50%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	55%
Bruttomarginal	19,7%	41,0%	54,8%	45,9%	44,2%	44,2%
EBITDA-marginal	Neg.	23,4%	16,0%	9,1%	9,2%	10,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	18,4%	4,5%	6,1%	9,2%	10,7%
EBIT-marginal	Neg.	9,8%	2,3%	Neg.	4,8%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,8%	Neg.	Neg.	4,8%	6,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	3,8%	Neg.	Neg.	3,5%	5,2%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Avkastning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	11%	Neg.	Neg.	7%	10%
ROCE, justerad	Neg.	11%	Neg.	Neg.	8%	12%
ROIC, justerad	Neg.	11%	Neg.	Neg.	7%	11%

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	20%	14%	12%	15%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	18%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	35%	36%	33%	28%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-6%	-11%	-7%	-2%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	2,2x	1,4x	1,6x	1,8x	1,7x

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26
Nettoskuld	34	93	104	80	69	31
Soliditet	48%	41%	47%	49%	53%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,5x	0,4x	0,3x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	0,7x	1,9x	2,5x	1,9x	0,7x

Källa: VO2 Cap Holding, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,34	0,93	0,10	-0,26	0,25	0,39
EPS, justerad	-0,58	0,40	-0,64	-0,44	0,25	0,39
FCF per aktie	0,05	1,24	0,03	-0,11	0,20	0,66
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,20	3,45	3,70	4,09
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

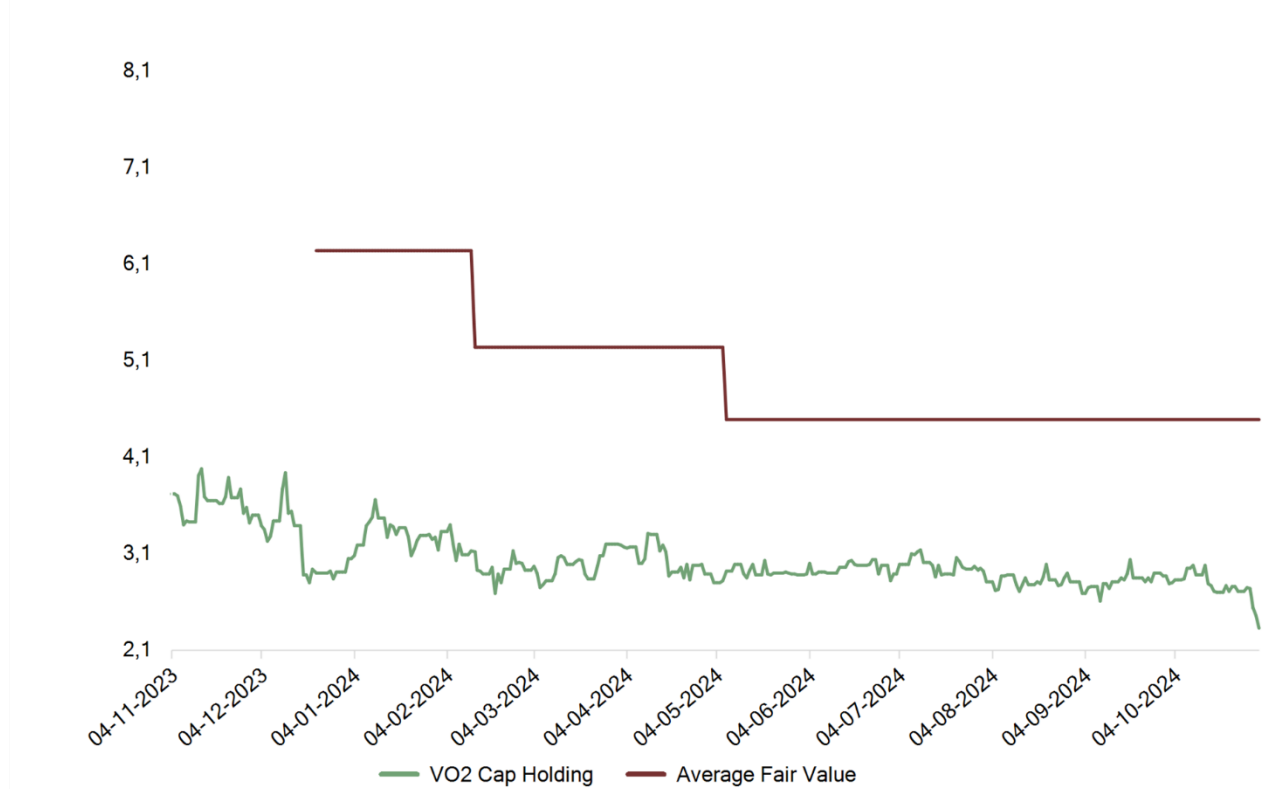
Värdering

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	14,8x	Neg.	Neg.	9,4x	6,0x
P/EK	5,1x	1,5x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
P/FCF	100x	4,8x	87,6x	Neg.	11,5x	3,5x
FCF-yield	0%	21%	1%	Neg.	9%	28%
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	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	4,0x	16,8x	10,3x	5,9x	4,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	15,4x	Neg.	Neg.	11,3x	7,5x
EV	809	397	260	218	218	218
Aktiekurs	15,7	5,9	2,9	2,3	2,3	2,3

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 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, 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