



## Penser Access by Carnegie

Servicetjänster | Sverige | 19 november 2024

# Nordic LEVEL Group

## Räkningar med återhämtning i Q4

### Fortsatt bra marknad...

Marknaden för säkerhetstjänster är fortsatt stark och orderingången i Q3 växte med 63% y/y medan offertstocken växte med 3%. Ett flertal större projekt, bland annat med tekniskt brandskydd för datacenters med Winthrop Technologies på totalt ca 62 mkr, tecknades under kvartalet. Däremot såg vi fortsatt försening av några större kundprojekt och med säsongsmässig svaghet såg vi organisk tillväxt på -4,8% i Q3. Inkrämsförvärvet av Umia, som gjordes Q4'23, gjorde dock att omsättningen växte med 4%.

### ...men försenade kundprojekt och omstrukturering tynger tillfälligt

EBITDA sjönk i kvartalet till -4,1 mkr från -1,8 mkr i Q3'23. Förutom att Q3 är säsongsmässigt svagt accelererade bolaget omstruktureringen i kvartalet, där all personal i Stockholmsområdet nu är samlat under ett tak. Vi anser att detta är ett viktigt steg i att lättare kunna utvinna synergier från de olika dotterbolagen och kommer underlätta att sälja helhetserbjudandet men också att det påverkade resultatet negativt då de tappade momentum under själva flytten.

### Väntar oss ett väsentligt bättre Q4

Flytten är nu bakom dem och vi hoppas att en del av de försenade projekten kommer kunna levereras i Q4. Tillsammans med att Q4 är ett säsongsmässigt starkt kvartal bedömer vi att det kommande kvartalet kommer att bli starkt. Bolaget håller sin guidning på 30-40% högre EBITDA i 2024 jämfört med 2023 oförändrad. Det finns tecken på att Q4 har börjat bra, vilket är positivt och stödjer vår syn. Vi sänker EBITDA med 8% för 2024 då basen är lägre medan 2025e och 2026e är i stort oförändrade. Vi behåller vårt motiverade värde på 1,4-1,6 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	1,4 - 1,6 kr	
Totala intäkter	0,6%	1,9%	1,9%	362	397	454	508	Aktiekurs	0,7 kr	
EBITDA, just.	-7,7%	-0,3%	-1,8%	Tillväxt	-12%	10%	14%	12%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-10,7%	-2,4%	-4,6%	EBITDA, just.	18	23	31	42	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	6	11	19	29		
Q4 - rapport				21 februari 2025	EPS, just.	0,0	0,1	0,1	0,1	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	-15%	73%	<b>Intressekonflikter</b>	
Antal aktier		191m	EK/aktie	1,2	1,0	1,1	1,2			
Börsvärde		138	EBIT-marginal	1,6%	1,5%	4,1%	5,7%	Yes	No	
Nettoskuld		78	ROE, just.	Neg.	6,5%	5,3%	8,6%	Likviditetsgarant	✓	
EV		216	ROCE, just.	2,5%	4,2%	6,6%	9,8%	Certified adviser	✓	
Free float		50%	EV/Sales	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	Transaktioner 12m	✓	
Daglig handelsvolym, snitt		70k	EV/EBITDA	10,9x	9,4x	6,9x	5,1x			
Bloomberg Ticker	LEVEL SS EQUITY			EV/EBIT	35,0x	19,5x	11,6x	7,5x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	Neg.	10,8x	12,6x	7,3x		
Markus Almerud				P/EK	0,5x	0,7x	0,7x	0,6x		
markus.almerud@carnegie.se				FCF yield	Neg.	Neg.	4%	10%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,4x	2,7x	1,5x	0,9x		

## Investment case

**God underliggande efterfrågan:** Den ökade geopolitiska oron i kombination med ökad inhemsk osäkerhet och en kraftig ökning av cyberbrottslighet har lett till större efterfrågan på säkerhetstjänster. Som helhetsleverantör av säkerhetstjänster med en tonvikt på tekniklösningar är Nordic LEVEL Group (LEVEL) väl positionerat för att ta del av utvecklingen.

**Ökat fokus på lönsamhet...** Förvärvet av LEVEL, vilket slutfördes i maj 2021, var transformativt då det gjorde bolaget till en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och omsättningen steg från ca 100 mkr till 300 mkr i ett slag. Efterfrågan på helhetslösningar ökar, och den större bredden är därför en viktig konkurrensfördel. Under 2023 har bolaget skärpt sitt fokus på lönsamheten, vilket har lett till att det har sålt sin bevakningsdel – Operations. Företaget har även köpt en option på att få förvärva en larmcentral, vilket länge har varit en saknad pusselbit. Bolaget är nu i god finansiell form.

**...sätter scenen för att uppnå de nya finansiella målen:** Efter att ha avyttrat sin bevakningsdel, satte bolaget nya finansiella mål i april 2024. Bolaget ska, genom en organisk tillväxt om minst 12% per år och 200-300 mkr i förvärv, nå en omsättning på 1 mdkr vid utgången av 2028. Marginalmålet höjdes samtidigt från 10% till 12%. Skulle målsättningarna uppnås skulle vinsten växa med 40-50% i snitt per år de kommande fem åren.

## Bolagsprofil

Nordic LEVEL Group (LEVEL, f.d. Confidence International) är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och -utrustning med verksamhet huvudsakligen i Sverige. Confidence grundades 1989 och gick i maj 2021 ihop med Nordic LEVEL Services Group och ökade omsättningen från ca 100 mkr till ca 300 mkr (proforma vid förvärvstillfället). Bolaget har sedermera avyttrat sin bevakningsverksamhet, men erbjuder fortfarande bevakning genom samarbetsavtal.

I två affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster:

- **Advisory:** säkerhetsrådgivning såsom screening, utredningar och bakgrundskontroller samt analys och omvärldsbevakning.
- **Technology:** systemintegration, produkt- och etableringsspecialister på marknadsledande tekniska säkerhetslösningar inom brand, lås, inpassering, kameraövervakning, perimeter- och inbrottskydd.

## Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP då förvärv är och kommer att fortsätta vara en central del av måluppfyllelsen och en SOTP underlättar bedömningar av värdet, inklusive framtida förvärv. Efter försäljningen av Operations är försäljningsbasen 362 mkr (per sista december 2023). Vi värderar i dagsläget inte förvärvsmöjligheten.

Vi har använt 10x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten och 8x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt hög marknadstillväxt. Vi applicerar målmultiplarna på 2028 års estimat, vilket är året då målen ska uppnås, vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vi ser ett motiverat värde på 1,4-1,6 kr.

## Kvartalet i korthet

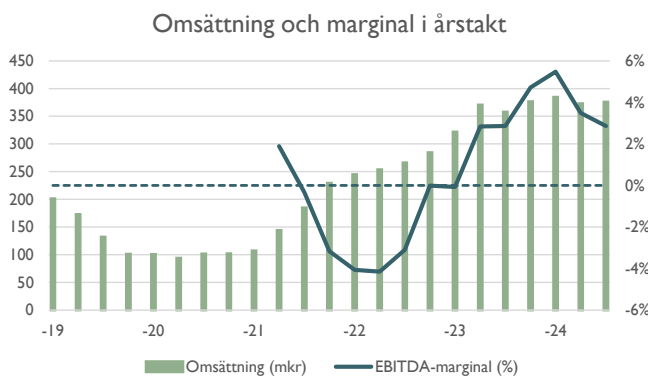
Marknaden för Nordic LEVELs erbjudande är fortsatt stark och orderingången växte med 63% y/y medan offertstocken växte med 3%. Segmentet Advisory, som erbjuder säkerhetsrådgivning för företag och myndigheter, tecknade bland annat avtal med Erik Penser Bank för strategisk säkerhetsrådgivning och med Head Agent för djupgående bakgrundskontroller. Avtal har dessutom slutits med en stor offentlig kund och två stora mediebolag för kvalificerad säkerhetsutbildning. Technology, som erbjuder säkerhetslösningar inom lås, brand, inpassering, kameraövervakning och inbrottskydd, tecknade med Winthrop Technologies för tekniskt brandskydd till det tredje datacentret som byggs utanför Sandviken samt till ett datacenter i Södermanland.

Då vi fortsatte att se förskjutningar i ett antal större kundprojekt var den organiska tillväxten dock  $-4,8\%$  i Q3. Bolaget behåller sin guidning på 8-12% organisk tillväxt för helåret trots organisk tillväxt på 0,4% hittills i år. Bolaget räknar därmed med en mycket stark avslutning på året.

EBITDA sjönk till  $-4,1$  mkr i Q3 ( $-1,8$  mkr i Q3'23, Figur 1). Vi bedömer att omstruktureringen där divisionen Technology och Corepart slås ihop till en enhet, som accelererades under Q3 tynger resultatet något men bedömer även att det är tillfälligt. Enligt guidningen för 2024, som publicerades i samband med Q1, räknar bolaget med att öka EBITDA med 30-40%. Denna är oförändrad, även om bolaget medger att den är utmanande. Bolaget väntar sig att Q4 blir väsentligt bättre än föregående år. Vi estimerar EBITDA på 23 mkr i 2024, upp från 18 mkr 2023 (Figur 2).

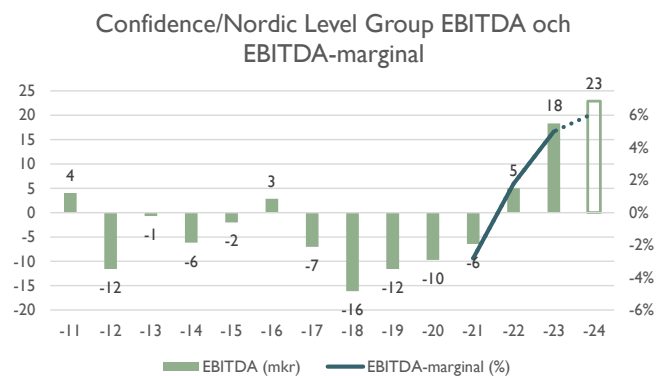
Enligt de nya finansiella målen, som publicerades i april 2024, ska LEVEL nå en omsättning om 1 mdkr med en EBITDA-marginal på 12% vid slutet av 2028. Organisk tillväxt ska under 2024-2028 ligga på över 12% per år i snitt och den förvärvade volymen väntas ligga på 200-300 mkr. Uppfylls målen kommer EBITDA med andra ord ligga på 120 mkr vid utgången 2028 vilket ger en genomsnittlig vinsttillväxt om ca 45% per år de kommande fem åren.

Figur 1: Omsättningen har fortsatt växa de senaste åren



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

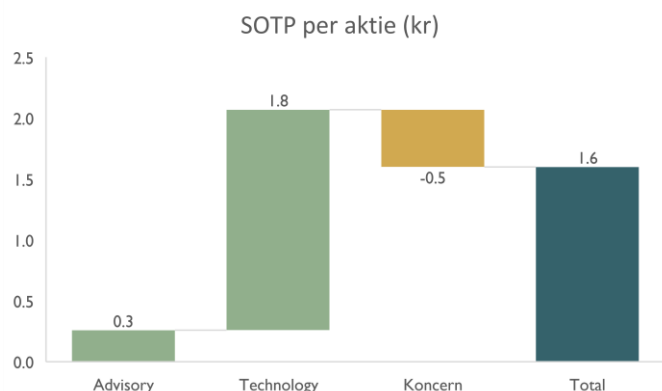
Figur 2: Vi räknar med högre EBITDA 2024



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Värdering

Figur 3: SOTP (kr per aktie)



Källa: Penser by Carnegie

Figur 4: DCF – slutsatser och antaganden

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Riskfri ränta	Långsiktig tillväxt
147	2.5%	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal
171	5.5%	10.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
<b>317</b>	6.0%	2.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
74	0.0%	2.0%
Minoritetsintressen och övrigt	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	Rörelsekapital, % av omsättning
0	<b>14.0%</b>	24.1%
<b>Eget kapital</b>		Skattesats
<b>244</b>		22%
Antal utstående aktier, full utspädning		
191		
<b>Eget kapital per aktie</b>		
<b>1.3</b>		

Källa: Penser by Carnegie

Figur 5: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%			6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
WACC	12.0%	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	12.0%	1.0	1.4	1.7	2.1	2.5	
	13.0%	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	13.0%	0.8	1.2	1.5	1.8	2.1	
	14.0%	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	14.0%	0.7	1.0	1.3	1.6	1.8	
	15.0%	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	15.0%	0.6	0.9	1.1	1.4	1.6	
	16.0%	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	16.0%	0.5	0.7	1.0	1.2	1.4	

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	103	92	100	227	410	362	397	454	508
Övriga rörelsekostnader	-119	-104	-110	-234	-418	-344	-374	-422	-465
<b>EBITDA</b>	-16	-12	-10	-14	-17	18	18	31	42
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-7	-10	0	-5	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	-16	-12	-10	-6	-8	18	23	31	42
Avskrivningar	-3	-4	-4	-7	-13	-13	-12	-13	-14
<b>EBITA, justerad</b>	-19	-15	-14	-14	-20	6	11	19	29
<b>EBIT</b>	-19	-15	-14	-21	-30	6	6	19	29
<b>EBIT, justerad</b>	-19	-15	-14	-14	22	6	11	19	29
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-4	-7	-6	-5	-5
<b>Resultat före skatt</b>	-20	-17	-16	-23	-34	-1	0	14	24
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-20	-17	-16	-16	18	-1	5	14	24
Total skatt	-3	0	0	0	-1	-1	8	-3	-5
<b>Nettoresultat</b>	-23	-17	-16	-24	-35	-2	7	11	19
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-23	-17	-16	-16	17	-2	13	11	19
Omsättningstillväxt	Neg.	-11%	9%	127%	80%	-12%	10%	14%	12%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	1,6%	2,8%	4,1%	5,7%
EPS, justerad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	0,16	-0,01	0,07	0,06	0,10
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-15%	73%

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-19	-15	-14	-21	-30	6	6	19	29
Övriga kassaflödesposter	7	7	2	8	52	-4	5	5	4
Förändringar i rörelsekapital	6	3	9	-42	-21	-36	-8	-14	-13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-6	-6	-3	-55	2	-35	2	10	19
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	-3	0	0	-3	-1	-4	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	1	1	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-3	-3	0	0	-2	-1	-4	-5	-5
<b>Fritt kassaflöde</b>	-9	-9	-3	-54	-1	-36	-2	5	14
Förvärv och avyttringar	-27	-2	0	20	-16	0	-14	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	59	7	63	0	0	0
Förändring av skulder	7	-13	2	3	51	-14	15	0	-8
Övriga poster	-1	0	-4	-1	-2	0	-5	-5	-6
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-2	1	-2	81	41	49	-4	-5	-14
<b>Kassaflöde</b>	-11	-8	-5	27	40	13	-6	0	0
<b>Nettoskuld</b>	3	6	35	27	80	26	47	47	39

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

Balansräkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	32	32	33	121	159	154	168	168	168
Övriga immateriella tillgångar	2	2	0	48	71	58	53	47	42
Materiella anläggningstillgångar	5	4	0	1	5	6	8	10	13
Övriga anläggningstillgångar	36	35	8	14	13	16	16	16	16
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>184</b>	<b>248</b>	<b>233</b>	<b>244</b>	<b>241</b>	<b>238</b>
Varulager	0	0	1	4	8	7	8	9	10
Kundfordringar	27	39	17	34	75	61	67	77	86
Övriga omsättningstillgångar	12	10	13	35	65	60	66	74	82
Likvida medel och kortfristiga placeringar	29	25	6	33	30	36	30	30	30
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>38</b>	<b>106</b>	<b>178</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>190</b>	<b>208</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>426</b>	<b>398</b>	<b>414</b>	<b>431</b>	<b>446</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	28	31	5	140	124	191	198	209	228
<b>Summa eget kapital</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>140</b>	<b>124</b>	<b>191</b>	<b>198</b>	<b>209</b>	<b>228</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	7	0	17	12	12	12	12
Långfristiga leasingsskulder	27	25	5	8	6	8	8	8	8
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	4	12	6	6	6	6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>35</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	26	45	81	36	50	50	42
Leverantörsskulder	11	8	17	22	47	35	39	44	49
Kortfristiga leasingsskulder	5	6	3	6	6	7	7	7	7
Övriga kortfristiga skulder	64	75	16	65	132	103	94	94	94
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>62</b>	<b>138</b>	<b>266</b>	<b>181</b>	<b>190</b>	<b>196</b>	<b>193</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>79</b>	<b>290</b>	<b>426</b>	<b>398</b>	<b>414</b>	<b>431</b>	<b>446</b>

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-11%	9%	127%	80%	-12%	10%	14%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25%	37%	35%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-74%	94%	68%	54%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-15%	73%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,1%	4,4%	6,9%	8,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,1%	5,8%	6,9%	8,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	1,5%	4,1%	5,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	1,6%	2,8%	4,1%	5,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	Neg.	3,2%	2,4%	3,7%

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

Avkastning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	Neg.	7%	5%	9%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	2%	4%	7%	10%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	3%	5%	7%	11%

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	-	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	27%	43%	17%	15%	18%	17%	17%	17%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	67%	85%	57%	57%	62%	53%	50%	46%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-34%	-36%	-1%	-6%	-7%	-3%	2%	5%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,5x	2,2x	1,1x	1,7x	1,4x	1,4x	1,6x	1,7x

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	3	6	35	27	80	26	47	47	39
Soliditet	19%	21%	7%	48%	29%	48%	48%	49%	51%
Nettoskuldsättningsgrad	0,1x	0,2x	6,9x	0,2x	0,6x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	1,4x	2,7x	1,5x	0,9x

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,14	-0,35	-1,02	-0,36	-0,34	-0,01	0,04	0,06	0,10
EPS, justerad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,25	0,16	-0,01	0,07	0,06	0,10
FCF per aktie	-0,06	-0,18	-0,20	-0,83	-0,01	-0,23	-0,01	0,03	0,08
Eget kapital per aktie	0,17	0,63	0,33	2,14	1,20	1,21	1,04	1,10	1,19
Antal aktier vid årets slut, m	163	49,4	15,5	65,2	104	157	191	191	191
Antal aktier efter utspädning, snitt	163	49,4	15,5	65,2	104	157	191	191	191

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

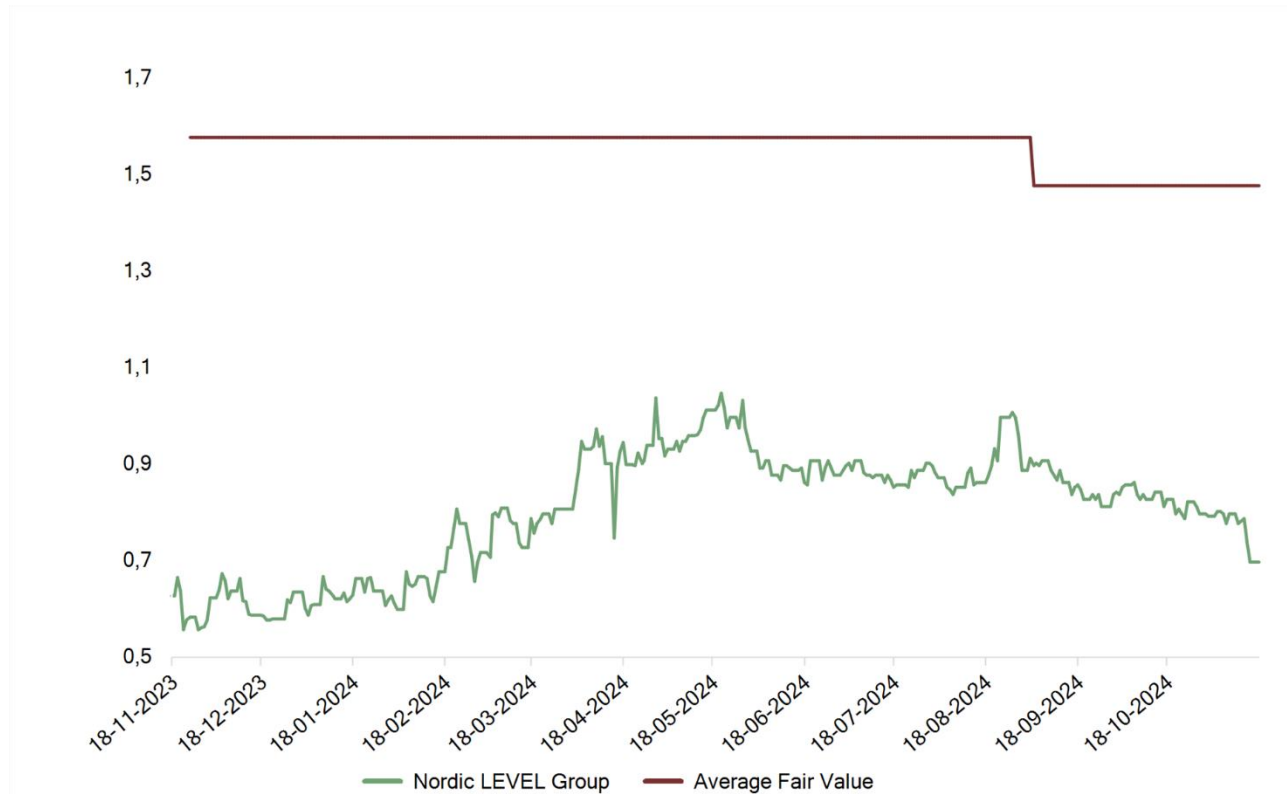
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9x	Neg.	10,8x	12,6x	7,3x
P/EK	16,2x	4,3x	4,6x	1,2x	1,5x	0,5x	0,7x	0,7x	0,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,1x	9,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	10%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
EV/Sales	6,6x	0,5x	0,6x	0,9x	0,7x	0,4x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,1x	9,4x	6,9x	5,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,6x	25,9x	19,5x	11,6x	7,5x
EV	682	48	59	200	277	148	216	216	216
Aktiekurs	2,8	2,7	1,5	2,5	1,8	0,66	0,72	0,72	0,72

Källa: Nordic LEVEL Group, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Nordic LEVEL Group (LEVEL 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