

## Uppdatering: Kv3 2022

### SPOTLIGHT GROUP AB

Finanskoncernen Spotlight Group erbjuder via tydligt separerade dotterbolag börsnära och relaterade tjänster för tillväxtbolag. De två största affärsverksamheterna är Spotlight Stock Market och Sedermera Corporate Finance.

VD: Peter Gönczi  
 SO: Stefan Sallerfors  
[www.spotlightgroup.se](http://www.spotlightgroup.se)

Bloomberg: SPGR:SS  
 Reuters Eikon: SPGR.TE

Lista: Spotlight Stock Market

Aktie, senast: 35 kronor  
 Marknadsvärde: 185 MSEK

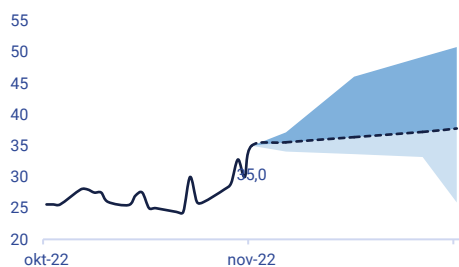
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-73	76	40	13

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	25,9	36,9	50,8
Upp-/nedsida (%)	-26	6	45

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

## Ytterligare kostnadsbesparingar att realisera

Under kv3 2022 backade Spotlight Groups nettoomsättning med 22,1 procent. Rörelseresultatet kom in på minus 3,4 miljoner kronor, vilket också var i linje med vår förväntan. Likvida medel uppgick per utgången av kvartalet till 35,9 miljoner kronor. Tillsammans med kvarvarande kostnadsbesparingar har bolaget en finansiell uthållighet för att klara av ytterligare ett antal tuffa kvartal. Vi räknar med att lönsamheten är tillbaka kv1 2023. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 36,9 kronor (42,6).

### Kvartal i linje med förväntan och kassa för fortsatt tuffa tider

Under det gångna kvartalet redovisade Spotlight Group en nettoomsättning på 38,2 miljoner kronor, motsvarande en negativ tillväxt på minus 22,1 procent. Den svaga utvecklingen var dock i linje med vår prognos. Provisionsintäkter för elimineringsvar var något under vår prognos samtligt som intäkter under verksamhetsgrenen "Övrigt" vägde upp. Trots netto fem fler noterade företag på Spotlight Stock Market backade verksamhetssegmentets provisionsintäkter med 18,1 procent på årsbasis med fallande handelsvolym. Sedermera genomförde nio kapitaliseringar, som kan jämföras med sex kapitaliseringar samma kvartal föregående år. Sedermeras provisionsintäkter backade ändå med 50,9 procent med en lägre genomsnittlig intäkt per kapitalisering.

Redovisat rörelseresultat landade på minus 3,4 miljoner kronor, vilket kan jämföras med vår prognos på minus 4,9 miljoner kronor. På årsbasis var den totala kostnadsbasen oförändrad. Av VD-ordet framgår dock att en kostnadsbesparing på 50 miljoner kronor på årsbasis väntas kunna vara på plats vid utgången av det fjärde kvartalet. Mot bakgrund av det räknar vi med att det finns ytterligare kvarvarande besparingar att tas om knappt fem miljoner kronor i genomsnitt per kvartal. Med likvida medel per den 30 september 2022 om 35,9 miljoner kronor samt ytterligare kostnadsbesparingar kommer gruppen kunna ta sig igenom ytterligare ett antal svaga kvartal utan att den finansiella ställningen blir alltför påfrestad (så länge inte intäktsutvecklingen drastiskt försämras).

### Vändning under första halvåret 2023 men en mer försiktig sådan

Det tuffa marknadsklimatet för tillväxtbolag kvarstår. Vi räknar därför med ett negativt rörelseresultat även i det fjärde kvartalet. Vi har nu också en mer återhållsam tro om när marknadsförhållandena kan vända men modellerar med att tillväxten kommer tillbaka under H1 2023, mycket på grund av lägre jämförelsetal. Under helåret 2023 räknar vi med en tillväxt på 13,5 procent (tidigare analysuppdatering 18,0 procent). Samtidigt är lönsamheten tillbaka redan under det första kvartalet 2023 när kostnadsbesparingsinitiativen har fått full effekt. Under 2023 räknar vi med en rörelsemarginal på 8,3 procent som sedan stiger till 14,0 procent till 2026 (tidigare 8,6 procent respektive 13,9 procent).

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie om 36,9 kronor (42,6). Nedrevideringen beror på nedjusterade prognoser och något lägre värderingsmultiplar. Vår värdering motsvarar P/E 2023 på 18,9x och P/E 2024 på 12,1x. Hela referensgruppen handlas i median till ett P/E 2023 om 16,8x. I dag handlas Spotlight-aktien till P/E 2023 om 17,9x.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	141	198	148	168	188	207
Summa rörelseintäkter	126	182	131	153	172	188
Rörelseresultat	16,0	31,1	-32,5	12,7	19,9	23,8
Vinst efter skatt	12,1	23,7	-27,7	10,3	16,2	19,3
Vinst per aktie	2,28	4,52	-5,26	1,95	3,06	3,65
Utdelning per aktie	2,0	0,0	0,0	0,49	1,2	1,8
Tillväxt, nettoomsättning	14,3%	40,0%	-25,2%	13,5%	12,2%	9,7%
Tillväxt, rörelseintäkter	14,4%	44,3%	-27,8%	16,4%	12,3%	9,8%
Rörelsemarginal	12,7%	17,1%	-24,8%	8,3%	11,6%	12,6%
EV/Sales (sum. rörelseint., nuv.)	1,3x	0,9x	1,2x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/redov. EBIT (nuv.)	10,0x	5,2x	NM	12,6x	8,0x	6,8x
P/S (summa rörelseint., nuv.)	1,5x	1,0x	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
P/E (nuv.)	15,2x	7,8x	NM	17,9x	11,4x	9,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Uppföljning och kommentarer

Under det gångna kvartalet redovisade Spotlight Group intäkter och resultat i linje med förväntan. Dock framgår det av både fortsatt fallande genomsnittlig intäkt per kapitalisering för Sedermera och handelsvolym på Spotlight Stock Market att det svaga marknadssentimentet kvarstår. Bolaget har stärkt upp likvida medel via lån och står därför rustat för ytterligare några tuffa kvartal. Samtidigt finns ytterligare kostnadsbesparingsåtgärder att realisera.

## Svagt kvartal i linje med förväntan

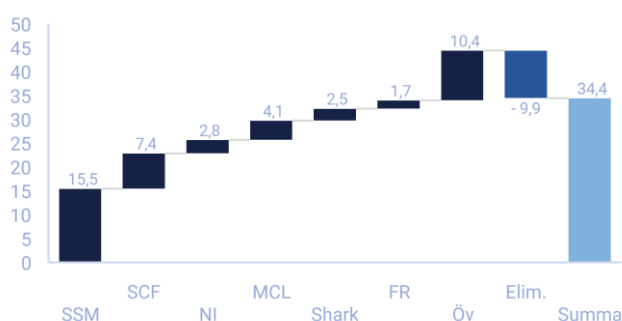
Under det tredje kvartalet 2022 redovisade Spotlight Group en nettoomsättning på 38,2 miljoner kronor, motsvarande en negativ tillväxt om minus 22,1 procent. Det var i linje med vår prognos på 38,8 miljoner kronor. Provisionsnettot för i huvudsak Sedermera var något under vår prognos medan intäkter under verksamhetssegmentet "Övrigt" vägde upp. Med en något lägre kostnadsbas än väntat var rörelseresultatet på minus 3,4 miljoner kronor något bättre än vår prognos på minus 4,9 miljoner kronor.

### Utfall jämfört med Carlsquare prognoser\* (MSEK), kv2 2022

	Kv3, 2022P	Kv3, 2022U	Kv3, 2021U	Diff. (%)	Tillväxt (%)
Nettoomsättning	38,8	38,2	49,1	-2%	-22%
Räntenetto	-0,1	-0,2	0,0	NaN	-438%
Provisionsnetto	28,6	25,7	38,8	-10%	-34%
Nettoreultat av finansiella transaktioner	-1,4	-0,1	-0,2	90%	31%
Övriga rörelseintäkter	6,7	9,1	6,6	35%	37%
Summa rörelseintäkter	33,8	34,4	45,2	2%	-24%
Redovisar rörelseresultat	-4,9	-3,4	7,6	31%	-145%
Rörelsemarginal	-14%	-10%	17%	32%	-159%
Periodens resultat	-4,9	-3,5	5,8	28%	-161%
Vinstmarginal	-14%	-10%	13%	29%	-180%
Resultat per aktie (kr)	-0,91	-0,67	1,11	26%	-160%

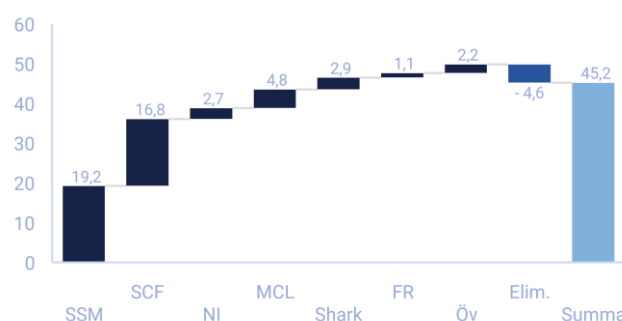
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Intäktbidrag (MSEK), kv3 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Intäktbidrag (MSEK), kv3 2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Det fria kassaflödet uppgick under det gångna kvartalet till 5,7 miljoner kronor. Inkluderat ett nytt lån om tio miljoner kronor summerade kassaflödet under det tredje kvartalet till 14,7 miljoner kronor. Vid utgången av kvartalet uppgick likvida medel till 35,9 miljoner kronor, vilket med våra antaganden är tillräckligt för bolaget att ta sig igenom dessa tuffa marknadsklimat.

## Låg handelsvolym tynger

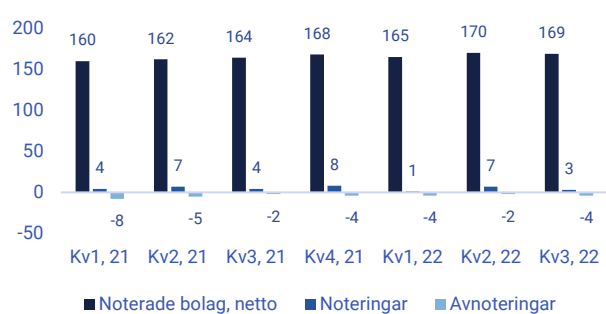
Som framgår i den högra grafen nedan var antalet noterade bolag på Spotlight Stock Market 169 vid utgången av det tredje kvartalet 2022. Vid utgången av samma kvartal föregående år var motsvarande siffra 164. Med andra ord har fem bolaget adderats, netto avnoteringar och listbyten. Ändå backade Spotlight Stock Markets provisionsintäkter före eliminerings på årsbasis med 18,1 procent till 18,4 miljoner kronor. Tappet beror på lägre handelsvolym i kölvattnet av en låg riskvilja från investerare. Vår prognos låg på 18,7 miljoner kronor. Provisionsnettot före eliminerings minskade med 19,6 procent till 15,5 miljoner kronor, vilket även detta var i linje med vår prognos.

### Provisionsintäkt och handelsvolym per företag (MSEK)



V = Vänster axel. H = Höger axel. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Listade företag, noteringar och avnoteringar (st)



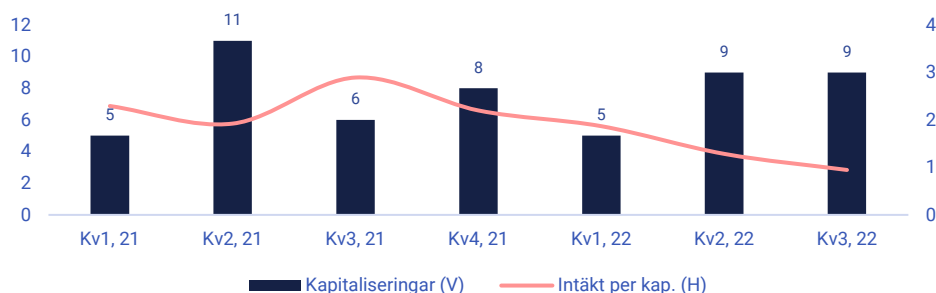
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Just nu är det litet som talar för att börssentimentet kommer att vända och att riskaptiten samt efterfrågan på tillväxtbolag kommer att återgå till nivåer med 2021. Från ett handelsvolymsperspektiv har de fjärde kvartalet också varit sekventiellt svagare än det tredje kvartalet. Även om det enligt Nyemissioner.se finns fem bolag som avser att noteras på Spotlight Stock Market innan årets slut tror vi att Spotlight Stock Market har ytterligare ett svagt kvartal framför sig.

## Fallande intäkt per kapitalisering

Sedermeras provisionsintäkter före eliminerings backade på årsbasis med 50,9 procent till 8,5 miljoner kronor. Provisionsnettot före eliminerings backade med 55,6 procent till 7,5 miljoner kronor. Våra prognoser låg på 11,7 miljoner kronor respektive 10,1 miljoner kronor. Antalet kapitaliseringar ökade till nio, jämfört med sex under samma kvartal föregående år. Tappet i provisionsintäkter beror på en lägre genomsnittlig intäkt per kapitalisering. Vi bedömer att detta är en effekt av i huvudsak mindre kapitaliseringsrundor.

### Antal kapitaliseringar (st) och genomsnittlig intäkt per kapitalisering (MSEK)



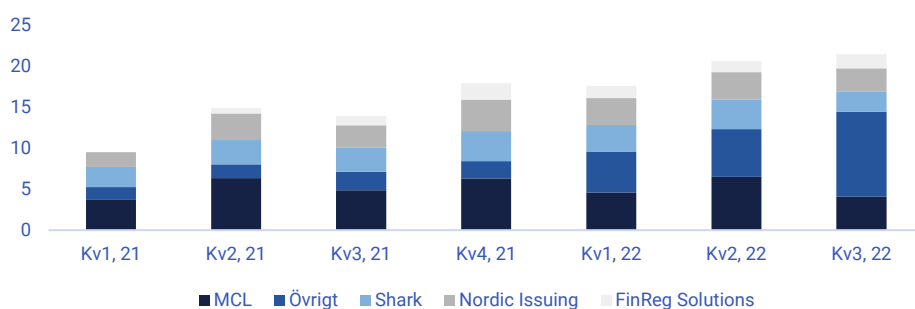
V = Vänster axel, stycken och H = Höger axel, MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Liksom för Spotlight Stock Market bedömer vi att även Sedermera har några tuffa kvartal framför sig. Samtidigt skall noteras att Sedermera inte sticker ut på något vis, snarare är det så att de flesta Corporate Finance-firmor har det tufft just nu. Givetvis finns vissa undantag.

## Blandat från de resterande verksamhetsgrenarna

Bolagets resterande verksamhetsgrenar, inkluderat "Övrigt" växte före elimineringsringar på årsbasis men också sekventiellt. Se graf nedan. Dock är det verksamhetsgrenen "Övrigt" som förklarar den sekventiella tillväxten. Vi bedömer att lyftet i huvudsak kan hänföras till poster av engångskaraktär. Utöver intäkter under denna verksamhetsgren var Nordic Issuing tillsammans med FinReg de enda av de resterande verksamhetsgrenarna som växte, vilket är litet av ett trendbrott.

### Intäkter före eliminering (MSEK) från resterande verksamhetsgrenar

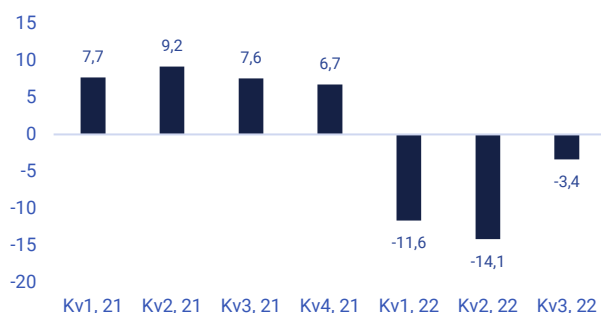


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Utrymme för en reducerad kostnadsbas

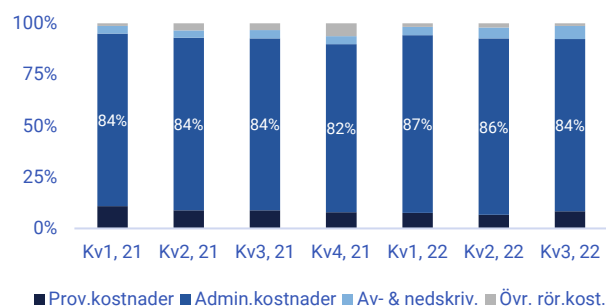
Som nämnts redovisade bolaget ett rörelseresultat på minus 3,4 miljoner kronor. Det kan jämföras med vår prognos på minus 4,9 miljoner kronor. Avvikelsen förklaras av marginellt högre intäkter än väntat och något lägre kostnader än väntat.

### Redovisat EBIT-resultat (MSEK)



V = Vänster axel. H = Höger axel. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Enligt bolaget kommer kostnadsbasen att minska med cirka 50 miljoner till utgången av det fjärde kvartalet 2022, jämfört med innan utbrottet av kriget i Ukraina (februari 2022). Vi bedömer att det finns ytterligare knappt fem miljoner i genomsnitt per kvartal i kostnadsbesparingar innan befintliga initiativ fått full effekt.

# Investment case, prognoser och värdering

Det tuffa marknadsklimatet fortsätter att hämma Spotlight Group. Vid utgången av det tredje kvartalet 2022 fanns likvida medel om 35,9 miljoner kronor och gruppen har således en solid finansiell ställning. Kostnadsbesparingar, med full effekt vid utgången av året, kommer också att reducera kostnadsbasen med 50 miljoner kronor på årsbasis (jämfört med kv1 2022). Vi tror att rörelseresultat vänder till positivt under kv1 2023. Samtidigt har aktien fallit tillbaka och värderas nu, i termer av P/E-tal, lägre än sektorkollegor. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 36,9 kronor (42,6), motsvarande P/E 2023 på 18,9x och P/E 2024 på 12,1x.

## Ny struktur stärker lönsamhetsutsikter

- **Ökat fokus på kostnader när marknadsklimatet svalnat.** I starka marknader som upplevdes under 2021 lade Spotlight Group plattan i mattan. Flera nya verksamhetsgrenar adderades, varav fondverksamheten Gainbridge var den vi hade störst förväntningar på. Nu har ett svalare marknadsklimat etablerat sig med stigande räntor, lägre riskaptit och följaktligen också lägre värderingar. Mot bakgrund av försämrade marknadsförhållanden har ett antal effektiviseringsåtgärder vidtagits, då inkluderat avyttringen av Gainbridge, som skall reducera kostnadsbasen med 50 miljoner kronor på årsbasis med full effekt per kv1 2023.
- **Stärkta finanser via lån.** Bolaget har stärkt upp finanserna genom nya lån. Vid utgången av andra kvartalet 2022 uppgick likvida medel till 35,9 miljoner kronor. Bolaget står således finansiellt solida inför ytterligare ett antal tuffa kvartal. Givet låga jämförelsetal räknar vi med att tillväxten så smått kan komma tillbaka redan under H1 2023. Det som tillsammans med ovannämnda kostnadsbesparingar räknar vi med att redovisat rörelseresultat vänder till positivt redan under det första kvartalet 2023.
- **Sektorkollegor påvisar att det finns uppsida i bolagets lönsamhet.** Noterade företag med liknande verksamhet inom Corporate Finance och börsplatser förväntas ha en rörelsemarginal som i genomsnitt uppgår till 24,5 procent, respektive 53,4 procent, under åren 2022–2024. Här har Spotlight Group historiskt legat efter. Men givet rådande strategi, liksom bolagets egen målsättning om en rörelsemarginal på över tio procent, räknar vi med att rörelsemarginalen går från 8,3 procent 2023 till cirka 14,0 procent år 2026. Differensen mot liknande företag signalerar att det finns vidare effektiviseringar att genomföra.
- **Vi räknar med att botten nästan är nådd.** Som nämnts, i termer av tillväxt räknar vi med en återhämtning under första halvåret 2023, till delar då jämförelsesiffrorna är lägre. Under 2023 räknar vi med ett redovisat EBIT-resultat på 12,7 miljoner kronor, motsvarande en rörelsemarginal på 8,3 procent. Vinst per aktie prognostiseras till 0,49 kronor. Fram till 2026 räknar vi med att rörelsemarginalen kan börja klättra till 14,0 procent. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 36,9 kronor (42,6) för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar P/E 2023 på 18,9x och P/E 2024 på 12,1x. I dag handlas aktien till P/E 2023 om 17,9x, vilket kan jämföras mot referensgruppens medianvärde på 16,8x.

## Intäkts- och lönsamhetsprognoser

### Något längre till bättre förhållanden

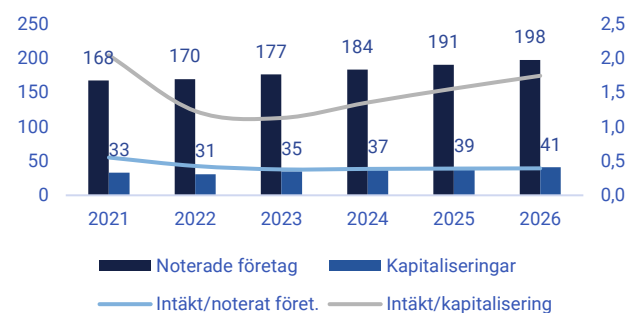
Vi är nu mer återhållsamma än tidigare i vår bedömning om när förutsättningar för tillväxtaktier kan vända till det bättre. Vi har därför justerat ned utveckling för kapitalanskaffningar i Sedermera och handelsvolymen på Spotlight Stock Market. Detta medför att vi nu räknar med en nettoomsättning på 148 miljoner kronor under helåret 2022 (156) och 170 miljoner kronor 2023 (184). Vad gäller handelsvolymen räknar vi inte med att dessa återgår till de nivåer som vi hade under 2020 och 2021.

#### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### Intäktsantaganden

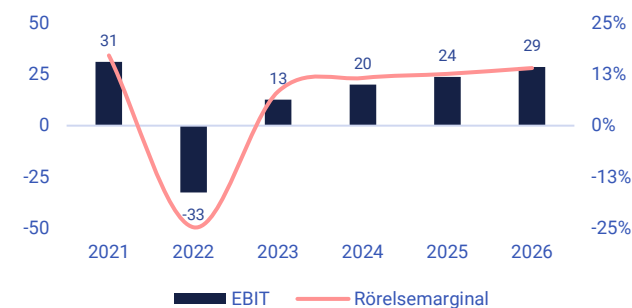


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Höja marginalantaganden

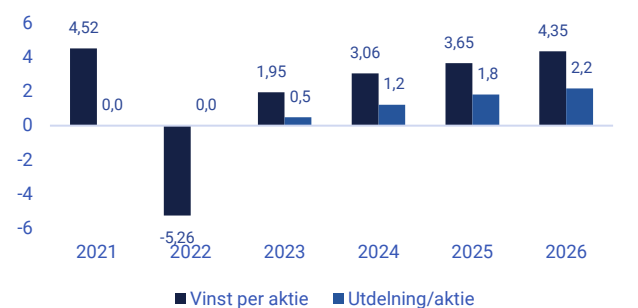
Under 2022 räknar vi med ett negativt EBIT-resultat på cirka 33 miljoner kronor (minus 30). Med kvarvarande kostnadsbesparingar räknar vi med att rörelseresultatet under 2023 landar på plus 13 miljoner kronor (14). Över tid räknar vi med att rörelsemarginalen kan stiga upp mot 14,0 procent, vilket är en mindre upprevidering från tidigare antagande om en rörelsemarginal strax under 14 procent.

#### Redovisat rörelseres. (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### Vinst per aktie och utdelning (kr)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Baserat på 2023 års resultat efter skatt räknar vi med att bolaget gör en utdelning om 0,50 kronor. Det motsvarar drygt 25 procent av vinst per aktie. Bolagets mål är att dela ut 50 procent av vinst per nettoresultatet, vilket vi räknar med sker från år 2025.

## Motiverat värde inom ett intervall

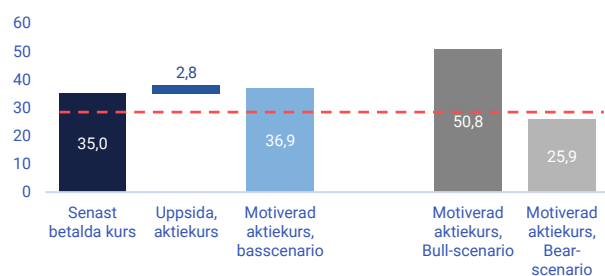
För att beräkna ett motiverat värde per aktie har vi kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie om 37,8 kronor per aktie. Vår multipelvärdering som kombinerar P/S och P/E 2023 ger ett värde per aktie om 36,1 kronor per aktie. Genom att kombinera värdet i DCF-modellen med värdet från multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 36,9 kronor (42,4) för de kommande 6–12 månaderna. Nedjustering beror på reviderade intäkts- och lönsamhetsprognoser.

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 36,9 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

### Motiverat värde per aktie (kr), basscenario

Multipelvärdering	36,1
DCF-värdering	37,8
<b>Motivated value</b>	<b>36,9</b>
Potentiell upp-/nedsida mot senast betalda kurs (28,00 kr)	5,5%
Implicit P/S, 2023P	1,3x
Implicit P/E, 2023P	18,9x

### Motiverat värde inom ett intervall



Källa: Carlsquare prognoser

Nedan visas de implicita multiplarna från vår värdering. Som framgår i tabell nedan motsvarar vår värdering P/S 2023 på 1,3x och P/E 2023 på 18,9x. Liknande företag verksamma inom Corporate Finance och andra finansiella tjänster handlas i medianvärde till P/S 2023 på 1,8x och P/E 2023 på 11,8x. Noterade börsplatser handlas till P/S 2023 6,6x och P/E 2023 på 18,2x.

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Implicit P/S (summa rörelseint.)	1,1x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	1,0x
Implicit P/E	8,2x	NM	18,9x	12,1x	10,1x	8,5x
Implicit EV/Sales (summa rörelseint.)	0,9x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
Implicit EV/EBITDA (redov.)	4,6x	-7,3x	8,2x	5,9x	5,1x	4,6x
Implicit EV/EBIT (redov.)	5,5x	NM	13,4x	8,6x	7,2x	6,0x
Implicit EV/EBIT (justerat)	5,3x	NM	12,0x	8,0x	6,8x	5,7x

Källa: Carlsquare prognoser

### Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	44	Risikfri ränta, prognostiserad period	1,9%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	131	Marknadsriskpremie	6,7%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>175</b>	Småbolagspremie	4,0%
Nettokassa	24	Beta	1,2x
<b>Aktievärde</b>	<b>200</b>	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>14,7%</b>
Antal akter (milj.)	5,3	Belåningsgrad	0,0%
<b>Motiverat värde per aktie (kr)</b>	<b>37,8</b>	WACC	14,7%
		Bolagsspec. tillägg	0,0%
<b>Antaganden</b>	<b>Värderingsmultiplar</b>	<b>Disk.ränta</b>	<b>14,7%</b>
CAGR nettoomsättning, 2021–2026	2,5%	P/S (tot. rörelseint.), 22	1,5x
Redov. EBIT-marginal, 2026	14,0%	P/S (tot. rörelseint.), 23	1,3x
Just. EBIT-marginal, 2026	13,4%	P/E 22	NM
Tillväxttakt, evighet	3,0%	P/E 23	19,3x
Skattesats	20,6%	P/B	2,8x
		Disk.ränta TV	14,7%

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan visas multipelvärderingen.

### Multipelvärdering, basscenario

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2023P	EBIT-marginal 2023P	P/S 2023	PE 2023	
<b>IB/AM/Brokers</b>						
ABG Sundal Collier Holding ASA	2 818	NaN	NaN	NaN	NaN	
Catella AB (publ)	3 534	2%	32%	1,6x	7,1x	
Mangold Fondkommission AB	1 900	NaN	NaN	NaN	NaN	
United Bankers Oyj	1 425	11%	30%	2,6x	12,3x	
Raymond James Financial, Inc.	275 705	9%	21%	2,1x	12,1x	
Jefferies Financial Group Inc.	89 313	Neg.	20%	1,6x	10,0x	
Houlihan Lokey, Inc.	68 557	12%	24%	3,0x	17,3x	
Evercore Inc.	46 936	Neg.	25%	1,8x	11,3x	
Lazard Ltd	34 661	Neg.	22%	1,3x	11,7x	
Moelis & Company	30 756	5%	23%	2,8x	19,1x	
Rothschild & Co SCA	30 907	Neg.	32%	1,2x	7,9x	
Piper Sandler Companies	27 079	9%	19%	1,7x	11,9x	
Alantra Partners, S.A.	5 570	NaN	NaN	NaN	NaN	
FRP Advisory Group plc	4 484	5%	23%	3,5x	20,5x	
Peel Hunt Limited	1 284	14%	NaN	1,1x	29,0x	
finnCap Group plc	353	NaN	NaN	NaN	NaN	
<b>Median</b>	<b>16 325</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>1,7x</b>	<b>12,0x</b>	
Genomsnitt	39 080	8%	25%	2,0x	14,2x	
<b>Börsplatser</b>						
CME Group Inc.	651 084	3%	64%	12,0x	20,9x	
London Stock Exchange Group plc	557 200	9%	36%	5,5x	22,7x	
Intercontinental Exchange, Inc.	605 230	5%	60%	7,6x	18,3x	
Deutsche Börse AG	319 425	8%	50%	6,5x	18,0x	
Nasdaq, Inc.	338 834	4%	52%	8,7x	23,7x	
Cboe Global Markets, Inc.	126 826	6%	62%	6,7x	16,3x	
Euronext N.V.	80 131	4%	50%	4,9x	13,1x	
TMX Group Limited	58 249	2%	47%	6,4x	18,1x	
<b>Median</b>	<b>329 129</b>	<b>4%</b>	<b>51%</b>	<b>6,6x</b>	<b>18,2x</b>	
Genomsnitt	342 122	5%	53%	7,3x	18,9x	
Viktade multiplar				3,7x	14,5x	(40% börsplatser, 60% IB/AM/Brokers)
Rabatt				30%	30%	
<b>Använda multiplar</b>				<b>2,6x</b>	<b>10,1x</b>	
Intäkter 2023P				153		
Vinst efter skatt 2023P					10	
Implicit aktievärde				391	105	
<b>Viktat genomsnitt, implicit aktievärde</b>				<b>189</b>		(30% P/S och 70% P/E)
Aktier, miljoner				5,3		
<b>Värde per aktie (kr)</b>				<b>36,1</b>		

Källa: Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

För att landa i en övre gräns på ett värderingsintervall (Bull) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 5,0 procent (2,5 procent i basscenario). Vi har också genomgående höjt de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 17,0 procent år 2026 (13,4 procent i basscenario). Bull-scenariot ger ett motiverat värde om 50,8 kronor per aktie.

För att landa i en nedre gräns av intervallet (Bear) har vi applicerat en CAGR över den prognostiserade perioden om 2,0 procent. Vi har genomgående reducerat de justerade rörelsemarginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 10,0 procent år 2026. Detta Bear-scenario ger ett motiverat värde om 25,9 kronor per aktie.



## Värdering i basscenariot: En rimlighetsbedömning

Det är svårt att hitta listade företag vars verksamhet exakt överensstämmer med den som koncernen bedriver och/eller har en liknande sammansättning av verksamheter, tillväxt och marginaler som SPGR. Vi har dock identifierat ett antal företag/koncerner med en någorlunda fokuserad verksamhet kring Corporate Finance och blockaffärer/aktiemäklari samt kapitalförvaltning. Som framgår handlas denna referensgrupp till ett medianvärde avseende P/E 2023 om mellan 7,0x och 29,0x samt P/S 2023 mellan 1,1x och 3,6x. Börser och handelsplatser handlas till ett P/E 2023 mellan 12,3x och 21,4x samt P/S 2023 mellan 4,6x och 12,1x. Hela referensgruppens medianvärde för P/E och P/S 2023 är 16,8x respektive 2,8x.

### Finansiella rådgivare, börsvärden (MSEK) och nyckeltal

	MCAP (MSEK)	Tillväxt 2023P	EBIT-marginal 2023P	P/S, LTM	P/S 2022	P/S 2023	P/E LTM	PE 2022	PE 2023
<b>IB/AM/Brokers: Norden</b>									
ABG Sundal Collier Holding ASA	2 818	NaN	NaN	1,4x	NaN	NaN	10,0x	NaN	NaN
Catella AB (publ)	3 534	2%	32%	1,8x	1,6x	1,6x	12,8x	7,3x	7,1x
Mangold Fondkommission AB	1 900	NaN	NaN	7,5x	NaN	NaN	NM	NaN	NaN
United Bankers Oyj	1 425	11%	30%	2,9x	2,9x	2,6x	15,1x	13,5x	12,3x
<b>Median</b>	<b>2 359</b>	<b>7%</b>	<b>31%</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,1x</b>	<b>12,8x</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,7x</b>
Genomsnitt	2 419	7%	31%	3,4x	2,3x	2,1x	12,7x	10,4x	9,7x
<b>IB/AM/Brokers: International</b>									
Raymond James Financial, Inc.	275 705	9%	21%	2,8x	2,2x	2,1x	21,1x	16,3x	12,1x
Jefferies Financial Group Inc.	89 313	Neg.	20%	1,6x	1,5x	1,6x	12,2x	12,0x	10,0x
Houlihan Lokey, Inc.	68 557	12%	24%	2,7x	3,3x	3,0x	20,6x	19,3x	17,3x
Evercore Inc.	46 936	Neg.	25%	1,4x	1,7x	1,8x	9,7x	10,7x	11,3x
Lazard Ltd	34 661	Neg.	22%	1,0x	1,2x	1,3x	9,7x	9,7x	11,7x
Moelis & Company	30 756	5%	23%	2,3x	2,9x	2,8x	16,0x	18,8x	19,1x
Rothschild & Co SCA	30 907	Neg.	32%	1,1x	1,0x	1,2x	6,0x	5,3x	7,9x
Piper Sandler Companies	27 079	9%	19%	1,5x	1,8x	1,7x	15,0x	13,5x	11,9x
Alantra Partners, S.A.	5 570	NaN	NaN	1,8x	NaN	NaN	13,6x	NaN	NaN
FRP Advisory Group plc	4 484	5%	23%	3,8x	3,7x	3,5x	41,7x	20,7x	20,5x
Peel Hunt Limited	1 284	14%	NaN	1,2x	1,3x	1,1x	79,0x	14,9x	29,0x
finnCap Group plc	353	NaN	NaN	0,5x	NaN	NaN	6,1x	NaN	NaN
<b>Median</b>	<b>34 661</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,7x</b>	<b>13,6x</b>	<b>12,8x</b>	<b>11,8x</b>
Genomsnitt	67 721	9%	23%	1,8x	2,0x	1,9x	13,8x	13,2x	12,7x
<b>Börsplatser</b>									
CME Group Inc.	651 084	3%	64%	12,4x	12,4x	12,0x	29,7x	21,8x	20,9x
London Stock Exchange Group plc	557 200	9%	36%	6,2x	6,0x	5,5x	57,2x	25,9x	22,7x
Intercontinental Exchange, Inc.	605 230	5%	60%	7,4x	7,9x	7,6x	20,1x	19,5x	18,3x
Deutsche Börse AG	319 425	8%	50%	6,3x	7,0x	6,5x	25,3x	20,1x	18,0x
Nasdaq, Inc.	338 834	4%	52%	5,0x	9,1x	8,7x	34,9x	24,8x	23,7x
Cboe Global Markets, Inc.	126 826	6%	62%	3,0x	7,0x	6,7x	22,3x	16,7x	16,3x
Euronext N.V.	80 131	4%	50%	5,2x	5,1x	4,9x	19,9x	13,7x	13,1x
TMX Group Limited	58 249	2%	47%	6,6x	6,5x	6,4x	26,8x	18,8x	18,1x
<b>Median</b>	<b>329 129</b>	<b>4%</b>	<b>51%</b>	<b>6,3x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,6x</b>	<b>26,1x</b>	<b>19,8x</b>	<b>18,2x</b>
Genomsnitt	342 122	5%	53%	6,5x	7,6x	7,3x	29,5x	20,2x	18,9x
<b>Hela referensgruppen, median</b>	<b>40 799</b>	<b>0%</b>		<b>2,8x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,9x</b>	<b>19,9x</b>	<b>16,5x</b>	<b>16,8x</b>
<b>Hela referensgruppen, genomsnitt</b>	<b>140 094</b>	<b>-14%</b>		<b>3,6x</b>	<b>4,3x</b>	<b>4,1x</b>	<b>22,8x</b>	<b>16,2x</b>	<b>16,1x</b>
Spotlight Group (nuv.)	185	-25%	-25%	1,2x	1,4x	1,2x	NM	NM	17,9x
<b>Spotlight Group (CSQ imp.)</b>	<b>195</b>	<b>-25%</b>	<b>-25%</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,3x</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>18,9x</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

## Risker och utmaningar

### Låg riskvilja

2022 har präglats av inflationsoro och snabbt stigande räntor. Detta har reducerat investeringsviljan i tillväxtbolag, vilket är något som har hämmat, och fortsätter att hämma Spotlight Groups utveckling. Hur länge riskaptiten för tillväxtbolag kan falla innan återhämtning är svårt att förutsäga.

### Fallande handelsaktivitet

En risk som vi ser som kan hålla tillbaka tillväxten är avtagande handelsaktivitet. Även att handelsvolymen är kvar på de nivåer som redovisades under det andra kvartalet 2022 utgör detta en risk. Handelsaktiviteten kan falla om investerarens handelsmönster och investeringsvilja minskar. Den kan också påverkas negativt av att större bolag, så som Angler Gaming eller Plejd, väljer att låta avnotera sig från bolagets marknadsplats. Dessa företag bidrar med en stor andel av handelsintäkterna som också ger ett högt lönsamhetsbidrag. Samtidigt, kan andra redan listade eller nya företag tillkomma och fylla upp volymerna igen. Detta kan dock ta tid. Möjligen ser bolaget samma risk som vi då bolagets egna finansiella mål ligger kvar på en rörelsemarginal som överskrider blygsamma tio procent.

### Ryktesrisk

Det är viktigt att Spotlight Stock Market upprätthåller ett gott rykte över tid. Givet bolagets huvudsakliga nisch, tillväxtbolag som många gånger är förhoppningsbolag, finns alltid en risk att ett antal av de listade företagen misslyckas. Det bör emellertid inte bli för många misslyckanden som över tid ger Spotlight Stock Market ett dåligt rykte vilket kan få andra företag att välja andra marknadsplatser.

### Bra "case" är a och o

Sedermeras intäkter är i stor utsträckning baserad på att uppdragen lyckas och transaktionerna genomförs. Uteblir en transaktion försvinner också största delen av intäkterna. Sedermera är dessutom beroende av ett förtroende från investerare för att kunna genomföra transaktioner. För att inte investerare skall tappa förtroendet är det viktigt att Sedermera har övervägande "bra" case till rätt värderingar. Detta är än viktigare när konkurrensen om investerarens pengar ökat under perioder av ett högt antal IPO:er och fler listade tillväxtföretag.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021	Kv4, 2021	Kv1, 2022	Kv2, 2022	Kv3, 2022P	Kv4, 2022P
Nettoomsättning	42,0	54,8	49,1	51,8	38,3	36,9	38,2	34,4
Totala rörelseintäkter	38,1	50,5	45,2	48,0	33,9	32,0	34,4	31,0
EBITDA	9,0	10,8	9,2	8,4	-9,6	-11,5	-0,7	-1,6
Rörelseresultat	7,7	9,2	7,6	6,7	-11,6	-14,1	-3,4	-3,4
Resultat efter skatt	6,1	7,2	5,8	4,5	-9,3	-11,4	-3,5	-3,4
Vinst per aktie	1,19	1,37	1,11	0,86	-1,74	-2,12	-0,66	-0,63

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Räntenetto	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Totala provisionsintäkter	91,7	103,1	134,6	171,8	121,2	118,9	133,9	148,3	161,6
Provisionskostnader	-15,5	-12,6	-15,1	-14,9	-13,6	-13,5	-15,1	-16,7	-18,3
Nettores. av finansiella transaktioner	-1,5	-0,6	0,0	-0,8	-2,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Övriga rörelseintäkter	21,3	20,3	6,6	25,8	26,6	48,8	54,3	58,2	61,5
<b>Summa rörelseintäkter</b>	<b>96,1</b>	<b>110,1</b>	<b>126,0</b>	<b>181,8</b>	<b>131,3</b>	<b>152,8</b>	<b>171,6</b>	<b>188,4</b>	<b>203,4</b>
Nettoomsättning	113,1	123,5	141,2	197,6	147,8	167,8	188,2	206,6	223,1
Allmänna admin.kostnader	-90,7	-89,3	-98,6	-138,2	-150,8	-127,3	-138,3	-150,1	-161,0
Av- och nedskrivningar	-0,7	-7,9	-7,6	-6,3	-9,1	-7,9	-9,1	-9,9	-8,8
Övriga rörelsekostnader	-4,1	-2,7	-3,8	-6,2	-3,9	-4,9	-4,3	-4,6	-5,0
Totala rörelsekostnader	-95,5	-99,9	-110,0	-150,7	-163,8	-140,1	-151,7	-164,6	-174,8
<b>Rörelseres. före av- och nedskriv.</b>	<b>1,2</b>	<b>18,1</b>	<b>23,5</b>	<b>37,4</b>	<b>-23,4</b>	<b>20,7</b>	<b>29,0</b>	<b>33,6</b>	<b>37,4</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>0,6</b>	<b>10,2</b>	<b>16,0</b>	<b>31,1</b>	<b>-32,5</b>	<b>12,7</b>	<b>19,9</b>	<b>23,8</b>	<b>28,5</b>
Just. rörelseres.	2,0	10,9	16,0	32,0	-29,7	14,2	21,4	25,2	30,0
Skatt	-0,9	-2,9	-3,8	-7,5	4,9	-2,4	-3,8	-4,5	-5,6
<b>Periodens resultat</b>	<b>-0,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,1</b>	<b>23,7</b>	<b>-27,7</b>	<b>10,3</b>	<b>16,2</b>	<b>19,3</b>	<b>23,0</b>
<b>Lönsamhet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Vinst per aktie (kr)	0,00	1,50	2,28	4,52	-5,26	1,95	3,06	3,65	4,35
Utdelning per aktie (kr)	0,00	1,00	2,00	0,00	0,00	0,49	1,23	1,81	2,18
<b>Tillväxt</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Totala provisionsintäkter	-1,3%	12,5%	30,5%	27,6%	-29,4%	-1,9%	12,6%	10,8%	8,9%
Övriga rörelseintäkter	29,0%	-4,7%	-67,5%	291,2%	2,9%	83,7%	11,3%	7,1%	5,7%
Nettoomsättning	3,3%	9,2%	14,3%	40,0%	-25,2%	13,5%	12,2%	9,7%	8,0%
Summa rörelseintäkter	9,7%	14,6%	14,4%	44,3%	-27,8%	16,4%	12,3%	9,8%	7,9%
Rörelseres. före av- och nedskriv.	-87,9%	1352%	30,1%	58,7%	-162,7%	-188,2%	40,2%	16,0%	11,1%
Rörelseresultat	-93,8%	1656%	56,8%	94,9%	-204,6%	-139,1%	56,6%	19,1%	20,2%
Periodens resultat	-106,2%	-2210%	66,6%	94,7%	-217,0%	-137,3%	56,7%	19,2%	19,1%
<b>Marginaler</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Rörelsemarginal före av- och nedskriv.	1,3%	16,4%	18,7%	20,6%	-17,9%	13,5%	16,9%	17,9%	18,4%
Rörelsemarginal	0,6%	9,2%	12,7%	17,1%	-24,8%	8,3%	11,6%	12,6%	14,0%
Vinstmarginal	-0,4%	6,6%	9,6%	13,0%	-21,1%	6,8%	9,4%	10,2%	11,3%
Just. Rörelsemarginal	1,8%	8,8%	11,4%	16,2%	-20,1%	8,4%	11,4%	12,2%	13,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Utlåning till kreditinst.	14,0	18,8	42,6	26,1	21,9	15,9	31,1	43,2	58,7
Aktier och andelar	1,5	1,8	1,4	1,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>Immateriella anläggningstillg.</b>									
Goodwill	26,0	26,0	26,0	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2	34,2
Övriga immateriella tillg.	4,4	3,0	3,0	15,4	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
<b>Materiella anläggningstillg.</b>									
Inventarier	4,6	4,9	5,4	7,9	8,0	7,7	6,5	4,6	4,0
Nyttjanderätter	0,0	6,9	5,1	11,0	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Övriga tillgångar	25,3	22,0	16,2	27,3	22,4	28,9	32,4	35,5	38,6
Förutbet. kostnader och upplupna intäkt.	4,5	11,7	5,4	14,3	9,5	12,2	13,7	15,1	16,3
<b>Summa tillgångar</b>	<b>80,3</b>	<b>95,0</b>	<b>105,1</b>	<b>137,4</b>	<b>124,0</b>	<b>127,0</b>	<b>145,9</b>	<b>160,7</b>	<b>179,9</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
<b>Eget kapital</b>									
Aktiekapital	12,1	12,1	12,9	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Övrigt tillskjutet kapital	0,0	0,0	12,0	15,8	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Innehav utan bestämmande inflytande	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Balanserat resultat	40,0	39,7	34,5	55,1	35,9	37,8	49,1	57,8	70,9
Periodens resultat	-0,3	7,3	11,4	4,5	-3,4	5,1	7,5	8,8	10,3
Summa eget kapital	51,8	59,1	70,8	88,2	63,2	73,6	87,2	97,2	111,8
Övriga skulder	11,0	11,5	9,9	16,7	37,9	26,6	29,9	32,8	35,6
Leasingskulder hänförliga till finansiella leasingavtal	0,0	5,7	4,6	10,0	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,5	18,7	18,8	19,9	13,2	17,0	19,1	21,0	22,8
Summa skulder	28,5	35,9	33,3	46,6	58,4	51,0	56,3	61,0	65,7
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>80,3</b>	<b>95,0</b>	<b>105,1</b>	<b>137,4</b>	<b>124,0</b>	<b>127,0</b>	<b>145,9</b>	<b>160,7</b>	<b>179,9</b>
<b>Soliditet</b>									
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	3,0	7,4	42,6	26,1	21,8	15,7	30,8	42,8	57,2
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoskuld/EK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Skuld/EK	21%	19%	14%	19%	60%	36%	34%	34%	32%
Soliditet	65%	62%	67%	64%	51%	58%	60%	60%	62%
<b>Lönsamhetsmått</b>									
ROA (inkl. kassa)	0,7%	10,7%	15,2%	22,6%	-26,2%	10,0%	13,7%	14,8%	15,9%
ROE	-0,7%	12,3%	17,1%	26,8%	-43,8%	14,0%	18,5%	19,8%	20,5%
ROIC	1,7%	10,8%	20,3%	22,7%	-25,3%	11,0%	15,9%	18,3%	20,9%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Löpande verksamhet</b>									
Rörelseresultat	0,6	10,2	15,2	31,1	-32,5	12,7	19,9	23,8	28,5
Justeringar	-1,8	9,4	8,6	10,1	8,4	7,9	9,1	9,9	8,8
Betad inkomstskatt	-2,0	-3,5	-3,5	-4,2	-2,0	-2,4	-3,8	-4,5	-5,6
Delta rörelsekapital	-6,5	-2,5	9,5	-18,6	13,8	-16,6	0,3	0,3	0,3
<b>KF, löpande verksamhet</b>	<b>-9,7</b>	<b>13,6</b>	<b>29,8</b>	<b>18,4</b>	<b>-12,4</b>	<b>1,6</b>	<b>25,6</b>	<b>29,4</b>	<b>32,1</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>									
Köp av andelar i dotterbolag	0,0	0,0	0,0	-12,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Köp/försäljning av materiella tillgångar	-1,5	-1,2	-1,4	-3,9	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3
Köp/försäljning av immateriella tillgångar	-4,4	0,0	-1,5	-9,1	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto, köp/försäljningar av värdepapper	3,4	-1,8	1,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>KF, investeringsverksamhet</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-10,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,4</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>									
Amortering av leasingskuld	0,0	-5,8	-4,5	-3,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8
Emission	0,0	0,0	5,5	4,0	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Utbetald utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	-5,2	-10,3	0,0	0,0	-2,6	-9,3	-9,5
<b>KF, finansieringsverksamhet</b>	<b>0,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-14,1</b>	<b>-14,4</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-12,2</b>	<b>4,9</b>	<b>23,8</b>	<b>-16,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>15,1</b>	<b>12,1</b>	<b>14,3</b>
Likvida medel, periodens börj.	26,2	14,0	18,8	42,6	26,1	21,8	15,7	30,8	42,8
Likvida medel, periodens slut	14,0	18,8	42,6	26,1	21,8	15,7	30,8	42,8	57,2
<b>Nyckeltal</b>									
KF, löpande verksamhet/nettoomsättning	n.m.	0,1x	0,2x	0,1x	n.m.	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x
Utdelning per aktie (kr)	0,0	1,0	2,0	0,0	0,0	0,5	1,2	1,8	2,2

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Fredrik Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.