

# Embark Group (EMB)



## Fortsätter lägga grunden för ökade intäkter

Embark Group AB ("Embark" eller "Bolaget") fortsatte under det andra kvartalet att kapitalisera på tillväxtmöjligheter, vilket stärkte såväl serviceintäkterna som royaltyintäkterna, vilket bl.a. är hänförligt till att fler operatörer har integrerat Bolagets spel på dess plattformar. Genom att Bolaget därmed har breddat intäktströmmarna och att Analyst Group ser ytterligare tillväxtmöjligheter främst på den asiatiska marknaden förväntas intäktstillväxten fortsätta under kommande kvartal. Utifrån en applicerad P/S-multipel om 3,7x på 2024 års estimerade försäljning om 66,4 MSEK härleder vi ett motiverat nuvärde per aktie om 0,81 kr (1,02).

### Intäkterna växte med 34 % Y-Y

Under det andra kvartalet år 2024 uppgick intäkterna till 14,4 MSEK (10,7), motsvarande en ökning om 34 % Y-Y, helt i linje med våra estimat om 14,5 MSEK. Embark Group fortsatte således tillväxtresan under det andra kvartalet trots tuffare jämförelsetal. Tillväxten var, likt föregående kvartal, hänförlig till nya intäktströmmar på den asiatiska marknaden avseende serviceavgifter relaterade till teknikutveckling, underhåll och konsulttjänster. Därtill antas Embark ha integrerat Bolagets spel hos fler operatörer och därmed ökat royaltyintäkterna, vilket även estimeras bidra till fortsatt intäktstillväxt under kommande kvartal.

### Ökade personalkostnader hänförliga till expansionen

Personalkostnaderna under Q2-24 uppgick till 11,4 MSEK (4,5), vilket var högre än såväl föregående år som vårt estimat om 6,6 MSEK. Ökningen antas vara hänförlig till den expansion Embark nu är inne i där Bolaget bl.a. etablerat nya tekniska supportcenter i såväl Malaysia som Singapore, i takt med att närvaron har ökat i dessa länder. Således anses ökningen av personalkostnader understödja den expansionsfas som Bolaget nu är inne i, men medför samtidigt en ökad förlust sett till EBITDA-resultatet, vilket uppgick till -6 MSEK jämfört med -2,9 MSEK under Q2-23 och vårt estimat om -0,2 MSEK. Med hänsyn till det ökade antalet anställda har vi uppdaterat våra kostnadsestimater under prognosperioden.

### Reviderat värderingsintervall

Givet de nya tillväxtsatsningarna som har genomförts har vi uppdaterat våra estimat, dels avseende en högre förväntad tillväxttakt framgent, dels högre personalkostnader hänförligt till ett ökat antal anställda. Till följd av de uppdaterade estimaten, där ett positivt EBITDA-resultat förväntas under Q2-25, anser Analyst Group att den finansiella risken har ökat och att ytterligare extern kapitalanskaffningar inte kan uteslutas. Detta reflekteras även i vår härledda värdering där vi har uppdaterat vårt värderingsintervall för Embark.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**

0,23 kr

**Base**

0,81 kr

**Bull**

1,14 kr

### NYCKELDATA

|                               |                                  |
|-------------------------------|----------------------------------|
| Senast betalt (2024-08-27)    | 0,39                             |
| Antal Aktier (st.)            | 286 647 906                      |
| Market Cap (MSEK)             | 110,7                            |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | -8,4                             |
| Enterprise Value (MSEK)       | 102,3                            |
| Lista                         | Nasdaq First North Growth Market |
| Kvartalsrapport 2 2024        | 2024-11-22                       |

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| NCTK Holdings International Limited | 29,9 % |
| Yi Ning Ko                          | 16,8 % |
| Calvin Lim Eng Kiat                 | 16,0 % |
| Bryan Fun Kha Choong                | 15,3 % |

| PROGNOSE (MSEK) <sup>1</sup> | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning              | 1,9          | 5,0          | 28,9         | 66,4         | 85,3         |
| <b>Bruttoresultat</b>        | <b>0,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>66,4</b>  | <b>85,3</b>  |
| Bruttomarginal               | 23%          | 79%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>-18,9</b> | <b>-29,8</b> | <b>-41,1</b> | <b>-6,1</b>  | <b>5,6</b>   |
| EBITDA-marginal              | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 7%           |
| <b>Nettoresultat</b>         | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-65,7</b> | <b>-30,3</b> | <b>-14,3</b> |
| Nettomarginal                | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |
| P/S                          | N/M          | 22,1         | 3,8          | 1,7          | 1,3          |
| EV/S                         | N/M          | 20,4         | 3,5          | 1,5          | 1,2          |
| EV/EBITDA                    | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 18,3         |

<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embark enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

## Innehållsförteckning

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Kommentar Q2-rapport | 3     |
| Investeringssidé     | 4     |
| Bolagsbeskrivning    | 5     |
| Marknadsanalys       | 6     |
| Finansiell prognos   | 7     |
| Värdering            | 8     |
| Bull & Bear          | 9     |
| Ledning & Styrelse   | 10-11 |
| Appendix             | 12-14 |
| Disclaimer           | 15    |

### OM BOLAGET

Embark Group AB (publ) ("Embark" eller "Bolaget") designar, utvecklar och marknadsför digitala spelautomater till speloperatörer. Bolaget grundades i Stockholm 2019 av veteraner inom spelutveckling, med fokus på spelupplevelser och design. Med kombinationen av kreativa krafter, tekniska kunskaper och affärskunskap har Bolaget utvecklat en bred spelportfölj. Bolaget är listat på Nasdaq First North Growth Market.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Michael Chi-Ho Li

Styrelseordförande Calvin Lim Eng Kiat

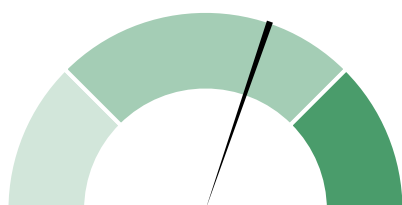
### ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706 554 551

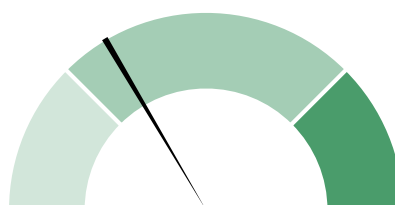
E-mail axel.ljunghammer@analystgroup.se

## Värde drivare



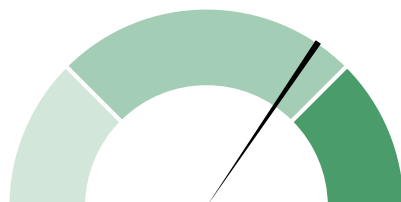
Embark har under det senaste året uppvisat en stark tillväxt, något som förväntas fortsätta under kommande period genom fortsatt ökad penetration av distributionsplattformar och speloperatörer. Givet en snabbt växande omsättning förväntas också en succesiv förbättrad lönsamhet. Den förväntade marknadstillväxten om 11,1 % årligen utgör en mer långsiktig värde drivare, primärt drivet av en omställning från traditionella casinon till onlinecasinon.

## Lönsamhet



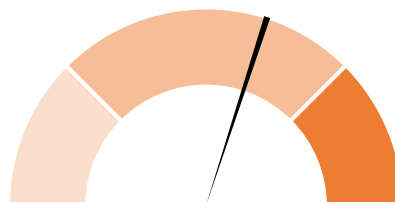
Historiskt har Embark sedan starten år 2019 fokuserat på spelutveckling snarare än tillväxt, vilket således har bidragit till negativa kassaflöden. Sedan Q2-23 har fokus dock skiftat något och intäkterna har vuxit kraftigt med förbättrat resultat som följd även om Bolaget fortsatt dock inte är lönsamt. Betyget utgår dock från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

## Ledning & Styrelse



Embarks ledning och styrelse innehar en lång och bred erfarenhet av spelutvecklingsbranschen. Styrelseordförande Calvin Lim Eng Kiat har över 15 års erfarenhet av ledarskap och strategisk inriktning för företag inom mjukvaruutveckling samt spelindustrin och är även storägare i Bolaget med ca 16 % av kapitalet.

## Risk



Kassan vid utgången av Q2-24 uppgick till 8,4 MSEK och med en antagen *burn rate* om ca -1,6 MSEK per månad, således i linje med Q2-24, estimeras Embark vara finansierade t.o.m. november år 2024, varför ytterligare extern kapitalanskaffning inte kan uteslutas. Därutöver utgör kundkoncentrationen en risk, då 85 % av Embarks intäkter under Q2-24 kom från två kunder, vilket skapar ett beroende av några få kunder.

**14,5 MSEK**  
i omsättning

Embark fortsatte under det andra kvartalet på inlagen väg med ökade intäkter uppgående till 14,4 MSEK, vilket var i linje med våra estimat om 14,5 MSEK. Tillväxttakten i jämförelse med samma period föregående år, då intäkterna uppgick till 10,7 MSEK, var 34 % och det kan därmed konstateras att Bolagets tillväxtresa har fortsatt momentum. Tillväxten var, likt föregående kvartal, hänförlig till nya intäktsströmmar på den asiatiska marknaden avseende serviceavgifter relaterade till teknikutveckling, underhåll och konsulttjänster, vilket bl.a. innefattar teknikavgifter då kunder får tillgång till Embarks egenutvecklade teknik samt startavgifter vid integration av spelen. En del av serviceförsäljningen antas vara hänförlig till uppnådda synergier med CYG Pte. Ltd, i vilka Embark förvärvade 20 % av aktierna i under år 2023, genom att Embark nu är leverantör av teknikutveckling, underhåll och konsulttjänster åt CYG Pte. Ltd. Därtill antas även royaltyintäkterna ha ökat under kvartalet, vilka erhålls när bolagens spel används genom en procentsats av speloperatörernas intäkter. Detta antas vara ett resultat av att Bolagets spel har integrerats hos fler operatörer och att intäktsströmmarna därmed har blivit fler, vilket även bäddar för intäktstillväxt under kommande kvartal.

**Ökade kostnader**  
hänförliga till en  
fortsatt expansion

Sett till kostnadsutvecklingen så var kostnadsbasen högre än våra förväntningar där främst personalkostnaderna ökade mer än väntat, uppgående till 11,4 MSEK jämfört med vårt estimat om 6,6 MSEK och samma kvartal föregående år då de uppgick till 4,5 MSEK. Detta antas vara ett resultat av att Embark har anställt i en högre takt än väntat för att fortsätta expansionen på den asiatiska marknaden. Bl.a. har Bolaget etablerat nya tekniska supportcenter i såväl Malaysia som Singapore, i takt med att Embarks närvaro har ökat i dessa länder. Således anses ökningen av personalkostnader understödja den expansionsfas som Bolaget nu är inne i, men medför samtidigt en ökad förlust sett till EBITDA-resultatet, vilket uppgick till -6 MSEK jämfört med -2,9 MSEK under Q2-23 och vårt estimat om -0,2 MSEK. Under Q2-24 uppgick Embarks burn rate till ca -1,6 MSEK per månad och givet kassan vid utgången av juni om 8,4 MSEK samt en antagen liknande burn rate under kommande kvartal, estimeras Embark vara finansierade till november år 2024. Det ska dock sägas att den pågående expansionen förväntas stärka lönsamheten framgent men givet den ökade kostnadsbasen under Q2-24 går det enligt Analyst Group inte att utesluta extern kapitalanskaffning framgent. Nedan följer en sammanfattning av resultatutfallet i jämförelse med våra estimat.

| Utfall vs Estimat (MSEK)           | Q2-24A       | Q2-24E      | Diff.       |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|
| Intäkter                           | 14,4         | 14,5        | -0,1        |
| <b>Totala intäkter</b>             | <b>14,4</b>  | <b>14,5</b> | <b>-0,1</b> |
| Kostnad sålda varor                | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Bruttoresultat</b>              | <b>14,4</b>  | <b>14,5</b> | <b>-0,1</b> |
| Bruttomarginal                     | 100%         | 100%        |             |
| Externa kostnader                  | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Personalkostnader                  | -11,4        | -6,6        | -4,8        |
| Övriga rörelsekostnader            | -9,8         | -8,1        | -1,7        |
| Andel av intresseföretags resultat | 0,8          | 0,0         | 0,8         |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>-6,0</b>  | <b>-0,2</b> | <b>-5,8</b> |
| EBITDA-marginal                    | -41,9%       | -1%         |             |
| Avskrivningar                      | -5,1         | -4,0        | -1,1        |
| <b>EBIT</b>                        | <b>-11,1</b> | <b>-4,2</b> | <b>-6,9</b> |
| EBIT-marginal                      | -77%         | -29%        |             |
| Finansiella intäkter               | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Finansiella kostnader              | -1,2         | -2,3        | 1,1         |
| <b>EBT</b>                         | <b>-12,3</b> | <b>-6,5</b> | <b>-5,8</b> |
| Skatt                              | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettoresultat</b>               | <b>-12,3</b> | <b>-6,5</b> | <b>-5,8</b> |
| Nettomarginal                      | -85%         | -45%        |             |

**Sammanfattningsvis** anser vi att Embark exekverade på den strategiska expansionen under det andra kvartalet och levererade intäkter i linje med våra estimat samtidigt som Bolaget har ökat och breddat intäktsströmmarna ytterligare, vilket bäddar för fortsatt tillväxt framgent. Rörelsekostnaderna var dock högre än vad vi hade förväntat oss, vilket antas vara hänförligt till den nämnda expansionen, vilket medförde en större EBITDA-förlust än väntat.

~11 %  
UNDERLIGGANDE  
MARKNADS-  
TILLVÄXT  
(CAGR)

## Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

Den globala marknaden för onlinespel uppskattades enligt Allied Market Research år 2022 vara värd ca 86 mdUSD och förväntas växa till ca 231 mdUSD år 2032, motsvarande en årlig tillväxttakt om 11,1 %. Tillväxten förväntas drivas av en omställning från traditionella kasinon till onlinekasinon, bl.a. genom ökad användning av smarttelefoner. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrensen hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

## Uttalad förvävsstrategi kan accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i Embarks tillväxtstrategi, vilket således är i linje med den pågående konsolideringstrenden inom iGaming-marknaden. Genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position var de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion och vinna ytterligare marknadsandelar. Bolaget letar kontinuerligt efter potentiella förvävsobjekt med stark omsättningstillväxt, positivt kassaflöde och populära spel, där förvärvet av danska Spigo under 2021 är ett tydligt bevis på just den strategin. Under maj 2022 slutfördes dessutom förvärvet av ReelNRG, där förvärvet innebar att hela 46 nya spel, samt viktiga licenser, adderades. Under hösten 2023 meddelade Embark att de förvärvade 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. Fler förvärv kan ske i framtiden, men är dock inget som vi inkluderar i våra egna estimat.

## Har visat successivt stigande försäljning

Sedan Q2-23 har Embark vuxit omsättningen kraftigt, bl.a. genom lyckade spelsläpp och nya strategiska partnerskap som har genererat nya intäktströmmar. Exempelvis blev spelsläppet av Popeye under Q2-23 extra lyckat och överträffade förväntningarna, vilket bidragit till den starka omsättningsutvecklingen. Vidare har Bolaget skapat nya intäktströmmar genom att ge kunder tillgång till egenutvecklad teknik såsom spelprogramvara eller plattformdesign och tagit ut en avgift för detta, vilket ytterligare bidragit till den stigande omsättningen. Som nämnt så har Embark under det senaste året ökat omsättningen snabbt och under inledningen av 2024 beslutade Bolaget om en riktad nyemission om 20,5 MSEK samt om en kvittningsemission om cirka 40,2 MSEK, där kvittningen avsåg det tidigare lånet till NCTK. Transaktionen har således "städat upp" Embarks balansräkning, vilken nu är skuldfri gällande räntebärande skulder, såväl som stärkt kassan, samtidigt som intäkterna har fortsatt öka under H1-24, med en hög tillväxt och ett förbättrat EBITDA-resultat uppgående till -6,5 MSEK (-13,0) som följd.

## Hög produktionstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög "produktionstakt" av nya spel. Eftersom konsumenter ständigt efterfrågar nya spel ämnar Embark producera ett nytt spel i månaden, en takt vilken Bolaget dessutom avser öka framöver. En hög produktionstakt möjliggör för Bolaget att stärka sin position i marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. Embark har avtal med ett tiotal aggregatörer och har sina spel i drift hos ett trettiotal operatörer på global nivå, vilket ger tillgång till hundratals kasinosajter. Det inledda samarbetet med King Features Syndicate, vilket innebär att Embark kommer lansera spel baserade på ikoniska karaktärer som Flash Gordon, väntas öka räckvidden gentemot kunder och spelare i Europa och Asien ytterligare. En hög produktionstakt förväntas vara en nyckelfaktor för att kunna fortsätta nå ut till fler spelare och på så sätt växa omsättningen organiskt.

## Hög kundkoncentration utgör en risk

Embark är fortsatt inte lönsamma, även om Bolaget uppvisade ett *break even*-resultat under Q2-23, vilket utgör en finansiell risk. Embarks kostnader ökade mer än väntat under Q2-24 och EBITDA-resultatet var därmed lägre än Analyst Groups estimat. Under Q2-24 uppgick Embark Groups burn rate till ca -1,6 MSEK per månad och givet kassan vid utgången av juni om 8,4 MSEK samt en antagen liknande burn rate under kommande kvartal, estimeras Embark Group vara finansierade till november år 2024 och även om Bolaget förväntas stärka lönsamheten under kommande kvartal jämfört med Q2-24 så går det enligt Analyst Group inte att utesluta extern kapitalanskaffning framgent. Vidare utgör kundkoncentrationen en risk där 85 % av Embarks intäkter under Q2-24 kom från två kunder, vilket skapar ett stort beroende av några enskilda kunder.

TILLGÅNG TILL  
HUNDRATALS  
KASINOSAJTER

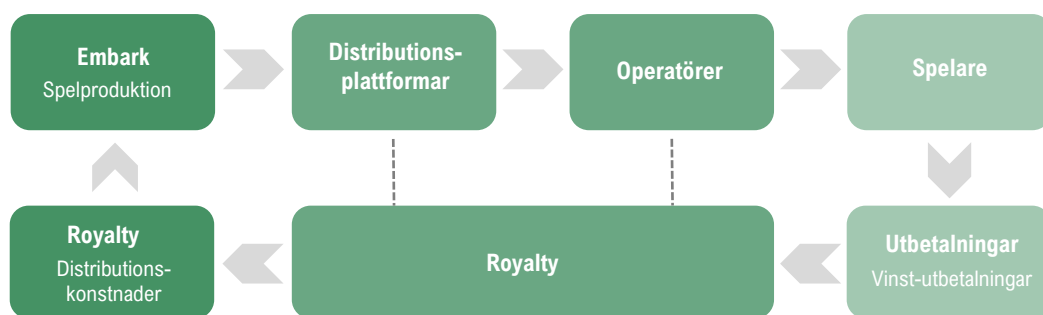
KASSAN VIKTIG  
ATT BEVAKA  
FRAMGENT

ERFARNA  
PERSONER STYR  
BOLAGET  
FRAMÅT

Embark grundades år 2019 och är därmed sett till företagets ålder en ung spelutvecklare, men som består av nyckelpersoner med lång branscherfarenhet. Bolaget utvecklar digitala videoslots med fokus på att skapa unika såväl som underhållande spelupplevelser, därtill erbjuder Bolaget en helhetslösning för integration av spelen till speloperatörer. Embark har ett stort fokus mot att bygga ett fundament som möjliggör kontinuerlig tillväxt, vilket uppnås genom investeringar i hård- och mjukvara, personal, kombinerat med organisk och förvärvsdriven tillväxt. Bolaget har identifierat produktinnovation, operativ förmåga och marknadsexpansion som nyckelområden för att bygga en stabil grund för framtida tillväxt. Sett till affärsmodellen så erhåller Embark fasta teknikavgifter när kunder får tillgång till egenutvecklad teknik, såsom spelprogramvara eller plattformdesign. Vidare erhålls royalties som baseras på en procentsats av speloperatörernas intäkter samt serviceavgifter, vilket exempelvis kan vara startavgifter vid integration.

## Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward*.

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: Embark



## Lady Luck

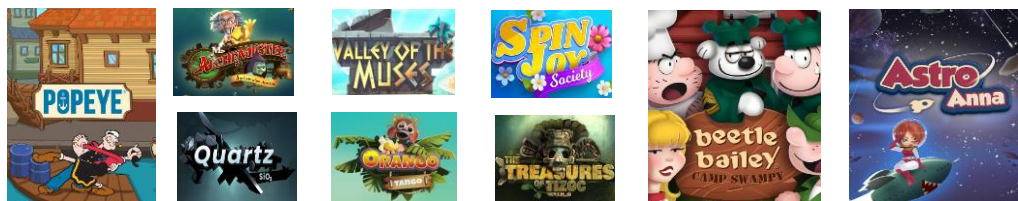
Den 22 november 2023 meddelade Embark att de förvärvat 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. CYG Pte. Ltd positionerar sig som en ledande plattformslieferantör på reglerade marknader, inklusive Filippinerna. Företaget samarbetar med varumärken som InPlay. Med en estimerad omsättning om ca 50 MSEK under 2023 har företaget sitt huvudkontor i Singapore och ett ytterligare kontor i Manila. Organisationen sysselsätter över 40 IT-specialister och har utvecklat en distributionsplattform som kan hantera över 500 miljoner transaktioner per dag.

Embark tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden. När ett samarbete inleds så kommer Embark tillsammans med operatör överens om vilka spel som ska erbjudas, varpå spelen sedan kan integreras direkt hos kunder, alternativt kopplas en aggregator in som teknisk mellanhand. Bolaget ingår även samarbeten med aggregatorer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser, där spelen bygger på en slumpgenerator som avgör utfallet och därmed distributionen av vinsten till spelare. Bolagets spel karaktäriseras av en hög riskprofil, med möjlighet till stora vinster – *high risk, high reward*.

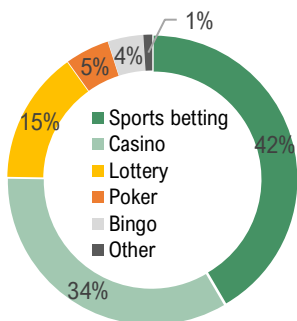


ReelNRG är en London-baserad spelstudiogrupp som har utvecklat och byggt sin egen teknologi och etablerat en stark distribution i Storbritannien samt andra reglerade marknader under UKGC och MGA.

## Ett urval av Embark spel.



Källa: Embark



## En marknad med flera segment

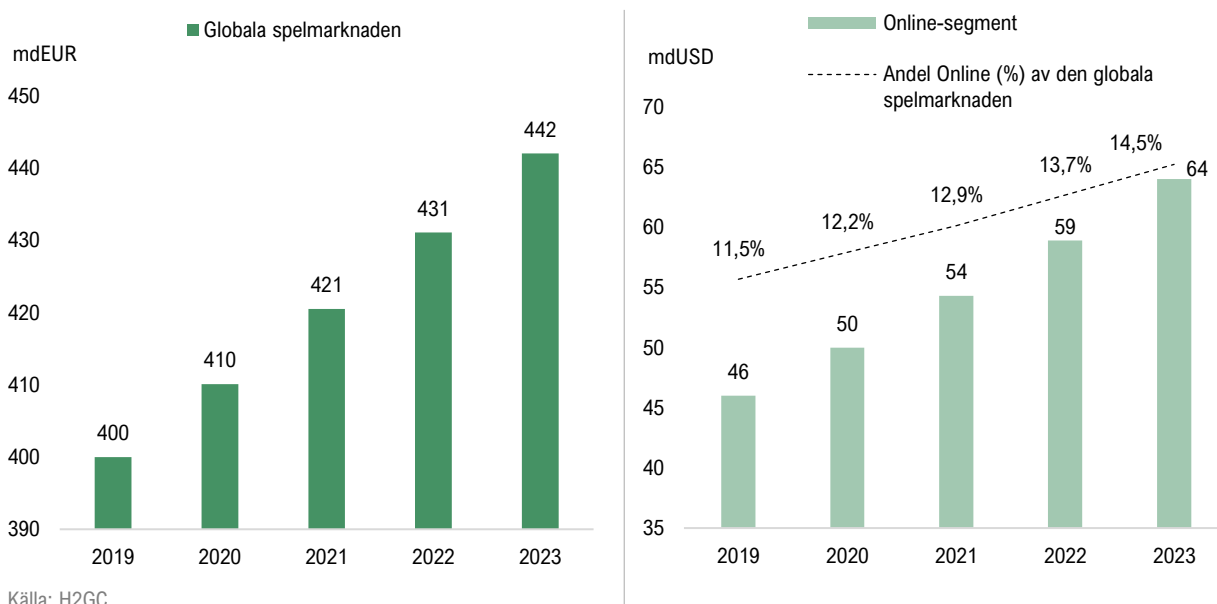
Embark är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

## Digitaliseringen öppnar upp för nya möjligheter på spelmarknaden

Pandemin påskyndade övergången från landbaserade kasinon till online, med bakgrund av den ökade digitaliseringen. Tillväxten har drivits på ytterligare av faktorer såsom ökad användning av smartphones och förbättrad hårdvara samt bandbredd, vilket har möjliggjort för onlinekasinon att nå en större målgrupp. Enligt H2GC uppskattades storleken på den globala spelmarknaden för kasino till ca 400 mdEUR år 2019, varav onlinekasino stod för 12 %. Fram tills 2023 uppskattas den totala marknaden ha växt med en tillväxttakt om 2,5 %, medan motsvarande siffra för onlinesegmentet är 8,6 %. Den globala marknaden för onlinespel omsatte år 2019 ca 46 mdUSD och beräknas år 2024 ha växt med drygt 2x till 94 mdUSD, enligt H2GC och Statista. Enligt H2GC antas onlinesegmentets andel av den totala spelmarknaden ha växt från 12 % till +14 % under år 2023.

## Starka underliggande trender för digitaliseringen av spelmarknaden för kasino.

Globala spelmarknaden och online-segmentet, 2019-2023



Källa: H2GC

## iGaming-marknaden kännetecknas av att vara förvärvsintensiv

Till följd av låga inträdesbarriärer finns det i Europa i dagsläget över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon, vilket innebär en konkurrensutsatt marknad som dessutom fortfarande i hög grad är fragmenterad. American Gaming Association estimerade år 2018 antalet globalt aktiva internetsidor som erbjuder poker, lotteri, bingo och kasino till 2 800. Sett till marknaden för spelutveckling av videoslots karaktäriseras denna av en hög produktionstakt, där det på en global nivå lanseras ~100 spel i månaden till operatörer globalt, vilket åskådliggör den höga konkurrensen på marknaden. iGaming-marknaden kännetecknas även av att vara förvärvsintensiv, vilket ligger i linje med Embarks uttalade strategi. Eftersom marknaden består av flera mindre aktörer har detta öppnat upp för flera större serieförvärvande bolag som vill konsolidera delar av industrin.

FRAGMENTERAD  
MARKNAD  
SKAPAR  
MÖJLIGHETER  
TILL FÖRÄRV

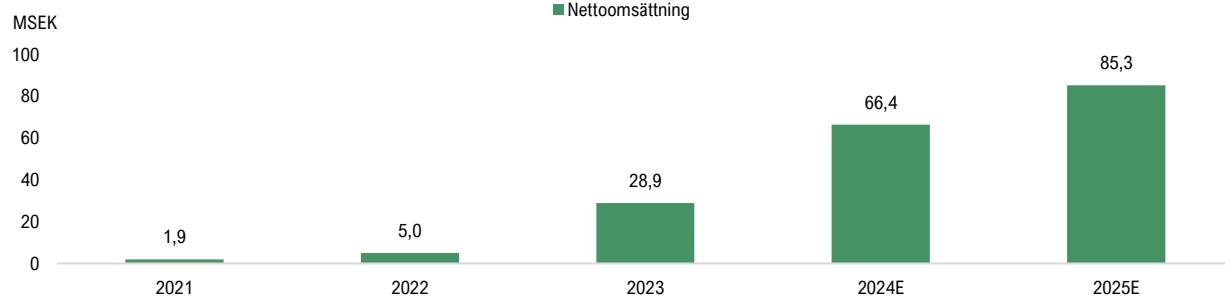
## Omsättningsprognos åren 2024-2025

Embarks intäkter består huvudsakligen av royalty- och teknikintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer, där Bolaget under 2023 uppvisade en kraftig helårstillväxt om 475 %, dock från låga nivåer. En av drivarna är tidigare gjorda förvärv, samt att Bolaget har levererat nya spel i en högre takt under 2022/2023 än under exempelvis år 2021. Därtill har Embark adderat nya försäljningskanaler, bl.a. genom förvärvet av CYG, främst genom teknik- och serviceavgifter som bl.a. innebär en avgift för att ge kunder tillgång till egenutvecklad teknik såsom spelprogramvara eller plattformdesign samt tillhandahållande av konsulttjänster. Historiskt har Embarks omsättning endast bestått av royaltyintäkter men genom att bredda försäljningen kan Bolaget nu växa omsättningen från en bredare intäktbas. Vidare väntas tillväxttakten fortsatt ligga på en hög nivå under kommande år, givet att Bolaget förväntas fortsätta hålla en hög takt avseende spelutveckling och marknadsföra nya spel till operatörer och distributionsplattformar och för år 2025 estimerar Analyst Group att nettoomsättningen kan uppgå till ca 84 MSEK, motsvarande en CAGR om ca 157 % under perioden 2021-2025. Bolaget har förvärv i åtanke men med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

~84 MSEK  
NETTO-  
OMSÄTTNING  
ÅR 2025

## Embank nettoomsättning prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, Base scenario



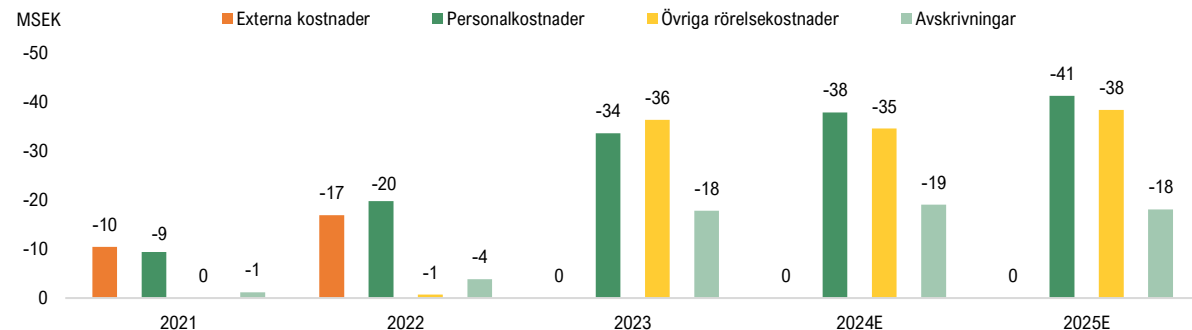
Analyst Groups prognoser

## Rörelsekostnader åren 2024-2025

Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga/externa kostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och geografisk expansion genom ett teknikcenter i taiwan och nya tekniska supportcenter i Malaysia. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel, samt rekrytering av speldesigners, *back-end*-utvecklare och säljare. På längre sikt väntas den största kostnadsposten fortsatt vara övriga rörelsekostnader och personal, vilket är kopplat till just utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra totalt ca 73 % av nettoomsättningen och således uppgå till ca 60 MSEK år 2025. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget kommer att växa sin "kostym", understött av en organisk tillväxt. Överlag väntas rörelsekostnaderna i ett Base scenario överstiga omsättningen fram tills inledningen av år 2025, därefter estimeras Bolaget vända till positivt EBITDA-resultat.

## Externa/övriga kostnader, i kombination med personal, väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen på sikt.

Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, externa kostnader och avskrivningar, Base scenario



Analyst Groups prognoser

| Jämförbara bolag  | MCAP (MSEK)   | Omsättningstillväxt LTM | P/S LTM    |
|-------------------|---------------|-------------------------|------------|
| Playtech          | 27 103        | 7%                      | 1,4        |
| Fantasma Games    | 160           | 1%                      | 4,1        |
| Better Collective | 14 668        | 14%                     | 3,4        |
| Zeal Network SE   | 8 986         | 25%                     | 5,4        |
| <b>Medel</b>      | <b>12 729</b> | <b>11%</b>              | <b>3,6</b> |
| <b>Median</b>     | <b>11 827</b> | <b>10%</b>              | <b>3,8</b> |
| Embark            | 111           | 209%                    | 2,3        |

Källa: Analyst Groups

| Jämförbart uppköp      |                   |
|------------------------|-------------------|
| Köpare                 | Kindred Group PLC |
| Säljare                | Relax Gaming Ltd  |
| Transaktionsvärde (TV) | 807,3 MSEK        |
| TV/LTM omsättning      | 5,1x              |
| TV/LTM EBITDA          | 51,1x             |
| EBITDA-marginal        | 10 %              |

Källa: Bloomberg

### Base scenario

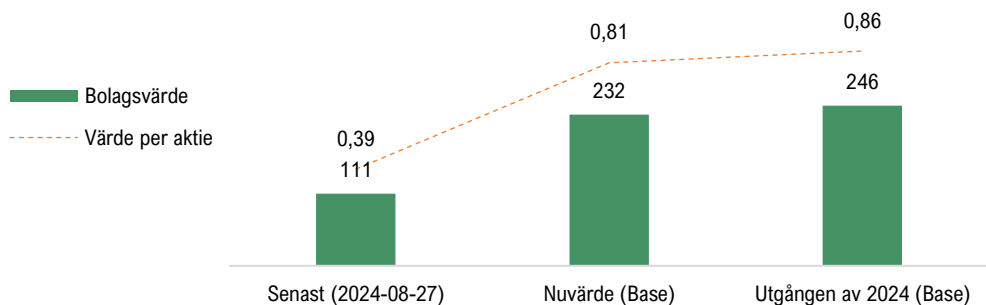
För att härleda en värdering av Embark idag utgår vi från 2024 års prognos och med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att Embark i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipl i detta skede skulle kunna vara, kan Kindred Groups tidigare uppköp av Relax Gaming under 2021 utgöra en bra referenspunkt. Relax Gaming designar och utvecklar onlinekasinospel samt egna poker- och bingoprodukter, där uppköpet gjordes till en multipl om 5x försäljningen (LTM).

Givet en målmultipl om P/S 3,7x, således något mer konservativt än den härledda tänkbara transaktionsmultipl, vilken appliceras på den estimerade försäljningen år 2024 om 66,4 MSEK, implicerar det ett bolagsvärde om 246 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 232 MSEK per 2024-08-28, vilket baserat på ca 286,6m utestående aktier ger ett nuvärde per aktie om 0,81 kr i vårt Base scenario.

Då ovan värdering utgår från ett diskonterat bolagsvärde tills idag (2024-08-28) på 2024 års prognos, kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över hela tidshorisonten, d.v.s. ett härlett värde vid utgången av 2024 (ej nuvärdesberäknat). Gjord värdering tar utgångspunkt i en organisk tillväxt och inkluderar ej förvärv, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, när det kan tänkas ske, vilket finansieringsupplägg som blir aktuellt m.m. Samtidigt kan Embark komma att genomföra fler förvärv, vilket i sig kommer att innebära justerade prognoser och värderingsscenarion, vilket således får ses som en option i värderingen. Dessutom utgår nuvarande värdering från en konstant kapitalstruktur vilket således kan komma att förändras givet att t.ex. Embark väljer att resa externt kapital för att öka expansionstakten ytterligare. Nedan framgår en illustrativ värdeutveckling givet de faktorer som är kända idag, och kan inkluderas i värderingsmodellen.

### Illustrativ graf av estimerad potentiell värdeutveckling.

Börsvärde och pris per aktie idag samt estimerat nuvärde och estimerat värde vid utgången av 2024



Analyst Groups prognos



### Bull scenario

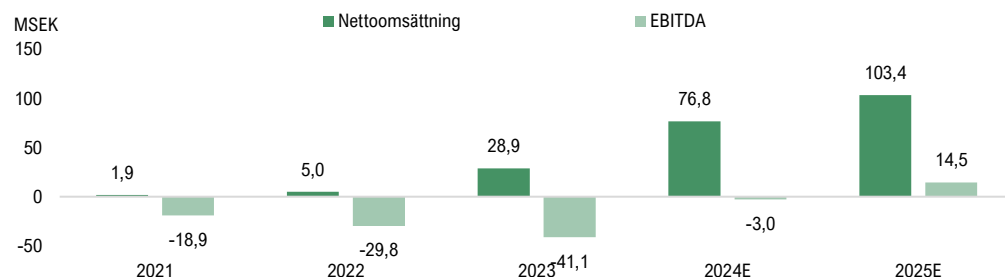
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare och ökade intäkter från teknikutveckling hos kunder, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 171 % mellan år 2021 och 2025. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om 107 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger Embark fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 14 % år 2025.

I ett Bull scenario antas Embark, likt i ett Base scenario, kunna bli uppköpta. Med en målmultipel om P/S 4,5x på 2024 års estimerade nettoomsättning om 76,8 MSEK ger det ett bolagsvärde om 346 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 327 MSEK, motsvarande 1,14 kr per aktie i ett Bull scenario.

**1,14 KR**  
PER AKTIE I ETT  
BULL SCENARIO

#### Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bull scenario



Analyst Groups prognoser

### Bear scenario

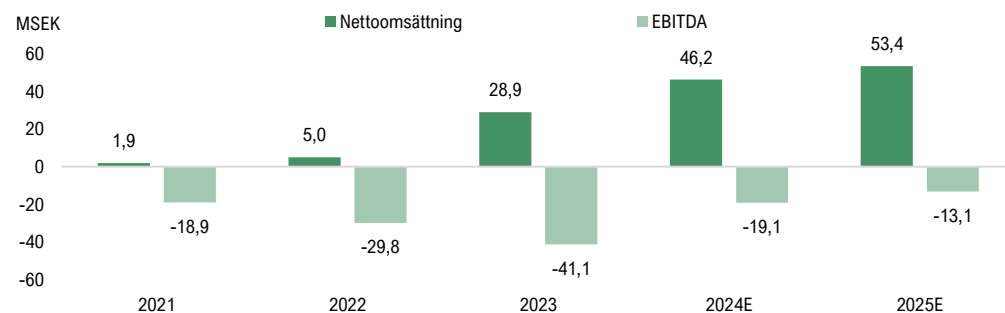
I ett Bear scenario misslyckas Bolaget med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar likväl i en nettoomsättning om 53,4 MSEK år 2025, men med en negativ EBITDA-marginal. Till följd av detta tvingas Bolaget finansiera den kassaflödesnegativa verksamheten genom ytterligare nyemissioner, vilket leder till utspädning av ägandet.

I ett Bear scenario antas ingen företagsförsäljning till en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre omsättningstillväxt och utdragna negativa kassaflöden. Utifrån tillämpad målmultipel om P/S 1,5x för 2024 års nettoomsättning om 46,2 MSEK, samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,23 kr i ett Bear scenario.

**0,23 KR**  
PER AKTIE I ETT  
BEAR SCENARIO

#### Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt och negativt rörelseresultat

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bear scenario



Analyst Groups prognoser



## Michael Chi-Ho Li, VD

Michael Chi-Ho Li är VD sedan juni 2024 och har en internetingenjörsutbildning (Engineering BEng (Hons)) från Brunel University och har haft tidigare uppdrag innefattande VD för DCG Inc., Senior Vice President Nogle Limited, Vice President FX Solutions vid IHS Markit, Senior Tax Consultant Ernst & Young. De senaste uppdragen före han tillträdde som VD för Embark Group var VD för CYG PTE. LTD och Chief Information Officer, DFNN Inc.



## Keat Wong, CFO

Keat Wong har omfattande erfarenhet av internationell finansverksamhet från Storbritannien och APAC-regionen. Han har en BA (Hons) i Accounting & Finance från University of East London och är medlem i ACCA (Association of Chartered Certified Accountants). Keats mångsidiga expertis omfattar revision, finansiell rapportering, finansverksamhet och efterlevnad. Keat har haft ledande befattningar på globalt erkända företag som KPMG, Deloitte Touche Tohmatsu, Herbalife, CEVA Logistics och C.H. Robinson, senast var Keat finanschef för APAC på C.H. Robinso.



## Martin Jensen, CTO

Martin Jensen har över 25 års erfarenhet av spelutveckling, från att lansera flera världsberömda projekt till att optimera storskaliga spelsystem. Med en passion för spel och en djup förståelse för spelutvecklingsprocessen kombinerat med ett innovativt tillvägagångssätt, har Martin varit verksam inom mobilspel, appar och SaaS-plattformar samt ett flertal olika programvarutekniker.



## Ricardo Viana, Lead Game Designer

Ricardo har över 25 års erfarenhet i spelbranschen och bidrar med expertis inom PC, konsol, mobilspel, AR och VR samt utveckling av casinospel. Tidigare erfarenhet inkluderar Chief Creative Officer för Gaming1 och Creative Director för Play'n GO.



## Calvin Lim Eng Kiat, Styrelseordförande

Calvin Lim Eng Kiat är idag betydande ägare i Bolaget och har varit styrelseledamot sedan 2022 och VD mellan november 2023 till juni 2024. Genom sitt aktiva ägarskap har han bidragit till Bolagets långsiktiga utveckling, bland annat genom finansiering av expansion och etablering på den asiatiska marknaden. Calvin är styrelseledamot i DFNN, Inc., ett börsnoterat IT-företag i Filippinerna med verksamhet inom onlinespel, och var dess VD från 2018 till 2023. Under denna tid navigerade han framgångsrikt DFNN genom covidpandemin och uppnådde 2022 den högsta nettovinsten i företagets historia. Calvin är även medgrundare av Nogle Limited, en riskkapitalstudio för teknikföretag i tidigt skede med huvudkontor i Hongkong och FoU baserad i Taiwan, och var dess COO från 2014 till 2018. Calvin har en MBA från National University of Singapore (NUS).



## Cosmin Stan, Styrelseledamot

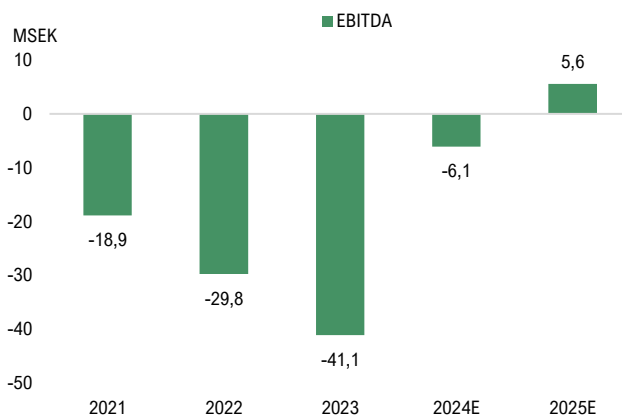
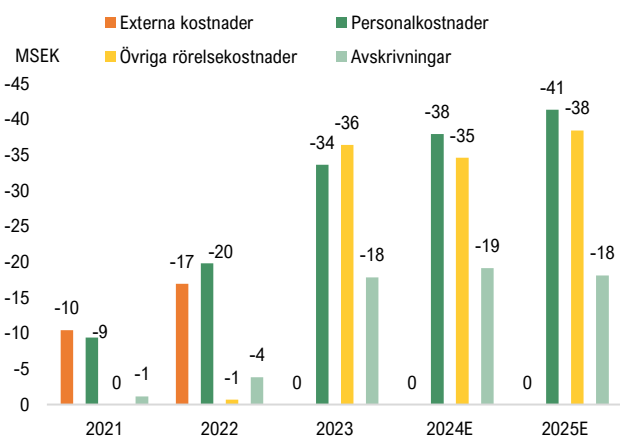
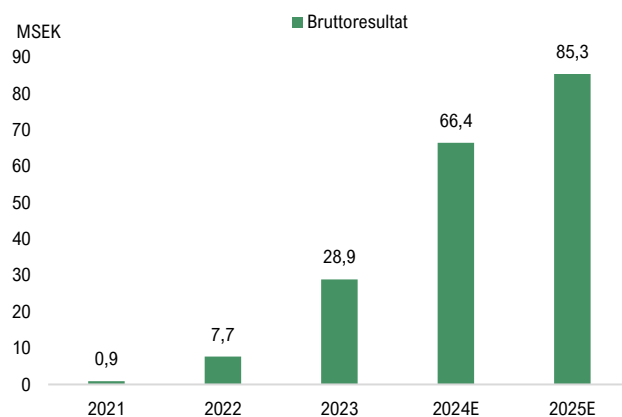
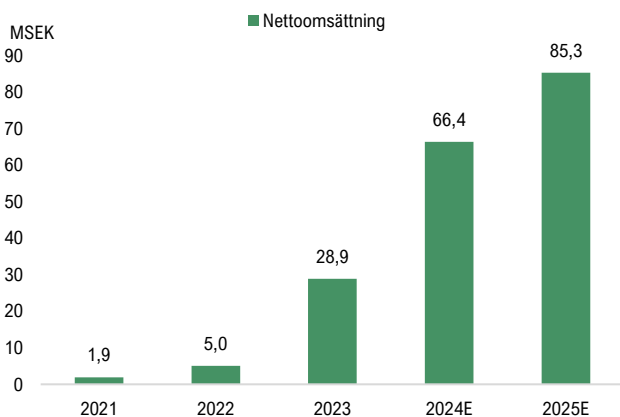
Cosmin Stan är styrelseledamot sedan år 2024 och är en erfaren teknikledare som är skicklig på att hantera infrastrukturverksamhet, inklusive nätverksarkitektur, serveradministration, lagringslösningar och cybersäkerhet. Tidigare erfarenheter inkluderar en aktiv investerarroll med en bakgrund i olika ledande befattningar inom spel- och cybersäkerhetsindustrin. Han är för närvarande Chief Technology Officer på JingMi Co, Ltd.



## Hans Isoz, Styrelseledamot

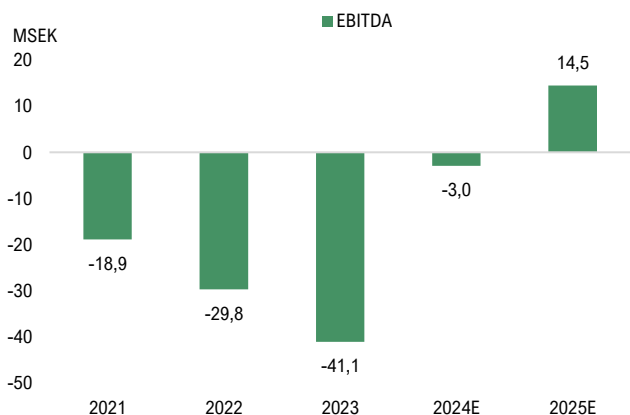
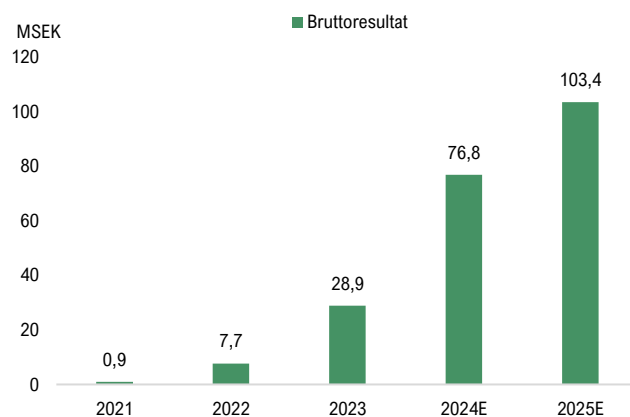
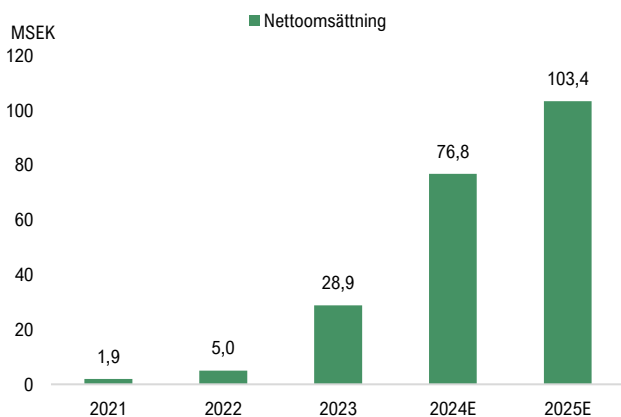
Hans Isoz är styrelseledamot sedan år 2024 som för närvarande är privat investerare och innehar omfattande erfarenhet av företagsledning. Hans arbetade som analytiker på Swedbank och hade olika ledande befattningar inom TV4/Bonnier-koncernen under 2000-talet. Från 2011 till 2015 var Hans VD för det börsnoterade mjukvaruföretaget Image Systems innan han övergick till sin nuvarande roll som privat investerare. Som styrelseordförande i S4K Research AB är Hans även styrelseledamot i Scout Gaming AB (publ), G-Code och Brand Legends International AB. Hans har en Magisterexamen i finans och en MBA från Handelshögskolan i Stockholm.

| Base scenario (MSEK) <sup>1</sup> | 2020        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 0,1         | 1,9          | 5,0          | 28,9         | 66,4         | 85,3         |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 1,0         | 1,9          | 4,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Övriga rörelseintäkter            | 0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>1,2</b>  | <b>3,9</b>   | <b>9,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>66,4</b>  | <b>85,3</b>  |
| COGS                              | 0,0         | -3,0         | -2,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>1,2</b>  | <b>0,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>66,4</b>  | <b>85,3</b>  |
| Bruttomarginal                    | n.a         | 23%          | 79%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| Externa kostnader                 | -3,0        | -10,4        | -16,9        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Personalkostnader                 | -2,5        | -9,4         | -19,8        | -33,6        | -37,9        | -41,3        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | 0,0          | -0,7         | -36,4        | -34,6        | -38,4        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-4,3</b> | <b>-18,9</b> | <b>-29,8</b> | <b>-41,1</b> | <b>-6,1</b>  | <b>5,6</b>   |
| EBITDA-marginal                   | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 7%           |
| Avskrivningar                     | 0,0         | -1,2         | -3,8         | -17,8        | -19,1        | -18,1        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-4,3</b> | <b>-20,1</b> | <b>-33,6</b> | <b>-59,0</b> | <b>-25,2</b> | <b>-12,5</b> |
| EBIT-marginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Finansiella kostnader             | 0,0         | -1,3         | -4,1         | -5,8         | -5,1         | -1,8         |
| <b>EBT</b>                        | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-64,8</b> | <b>-30,3</b> | <b>-14,3</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0          | -0,9         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoresultat</b>              | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-65,7</b> | <b>-30,3</b> | <b>-14,3</b> |
| Nettomarginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |



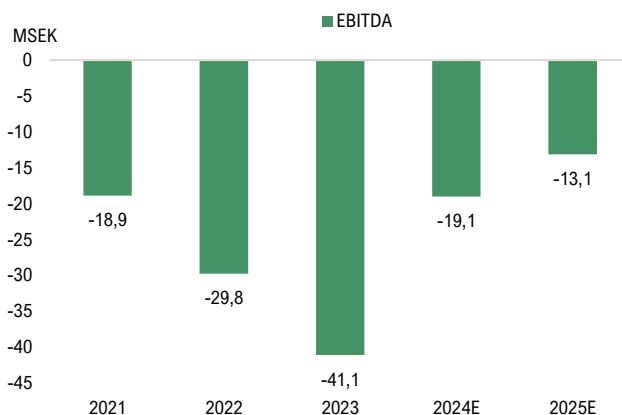
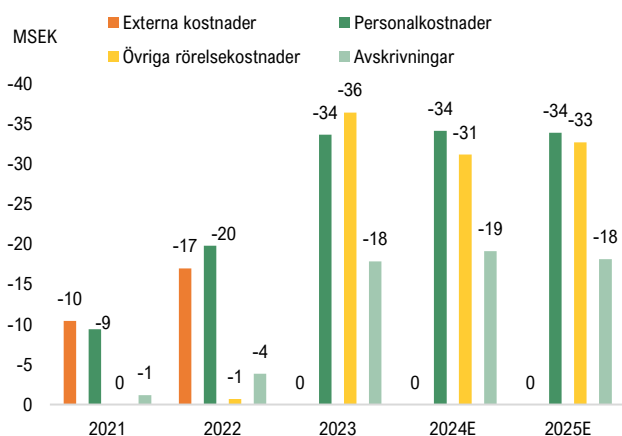
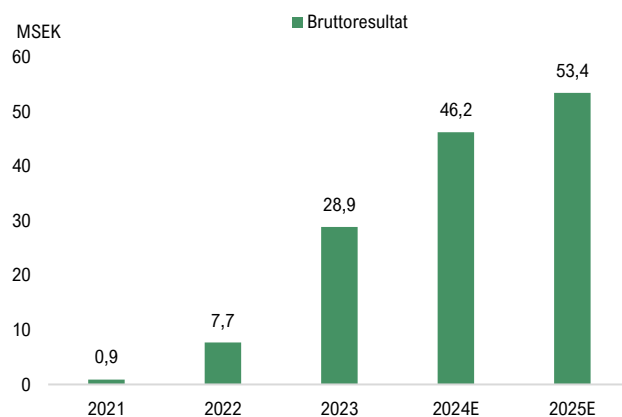
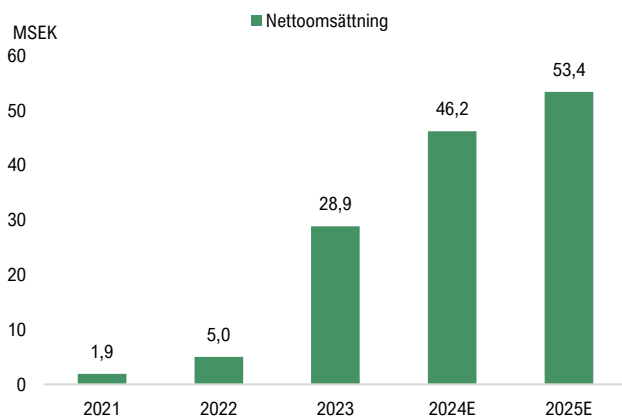
<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embark enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

| Bull scenario (MSEK) <sup>1</sup> | 2020        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 0,1         | 1,9          | 5,0          | 28,9         | 76,8         | 103,4        |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 1,0         | 1,9          | 4,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Övriga rörelseintäkter            | 0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>1,2</b>  | <b>3,9</b>   | <b>9,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>76,8</b>  | <b>103,4</b> |
| COGS                              | 0,0         | -3,0         | -2,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>1,2</b>  | <b>0,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>76,8</b>  | <b>103,4</b> |
| Bruttomarginal                    | n.a         | 23%          | 79%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| Externa kostnader                 | -3,0        | -10,4        | -16,9        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Personalkostnader                 | -2,5        | -9,4         | -19,8        | -33,6        | -41,7        | -46,3        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | 0,0          | -0,7         | -36,4        | -38,1        | -42,6        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-4,3</b> | <b>-18,9</b> | <b>-29,8</b> | <b>-41,1</b> | <b>-3,0</b>  | <b>14,5</b>  |
| EBITDA-marginal                   | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 14%          |
| Avskrivningar                     | 0,0         | -1,2         | -3,8         | -17,8        | -19,1        | -18,1        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-4,3</b> | <b>-20,1</b> | <b>-33,6</b> | <b>-59,0</b> | <b>-22,1</b> | <b>-3,6</b>  |
| EBIT-marginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Finansiella kostnader             | 0,0         | -1,3         | -4,1         | -5,8         | -5,1         | -1,8         |
| <b>EBT</b>                        | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-64,8</b> | <b>-27,2</b> | <b>-5,4</b>  |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0          | -0,9         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoresultat</b>              | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-65,7</b> | <b>-27,2</b> | <b>-5,4</b>  |
| Nettomarginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |



<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embarc enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

| Bear scenario (MSEK) <sup>1</sup> | 2020        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 0,1         | 1,9          | 5,0          | 28,9         | 46,2         | 53,4         |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 1,0         | 1,9          | 4,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Övriga rörelseintäkter            | 0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>1,2</b>  | <b>3,9</b>   | <b>9,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>46,2</b>  | <b>53,4</b>  |
| COGS                              | 0,0         | -3,0         | -2,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>1,2</b>  | <b>0,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>28,9</b>  | <b>46,2</b>  | <b>53,4</b>  |
| Bruttomarginal                    | n.a         | 23%          | 79%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| Externa kostnader                 | -3,0        | -10,4        | -16,9        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Personalkostnader                 | -2,5        | -9,4         | -19,8        | -33,6        | -34,1        | -33,9        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | 0,0          | -0,7         | -36,4        | -31,1        | -32,6        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-4,3</b> | <b>-18,9</b> | <b>-29,8</b> | <b>-41,1</b> | <b>-19,1</b> | <b>-13,1</b> |
| EBITDA-marginal                   | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |
| Avskrivningar                     | 0,0         | -1,2         | -3,8         | -17,8        | -19,1        | -18,1        |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-4,3</b> | <b>-20,1</b> | <b>-33,6</b> | <b>-59,0</b> | <b>-38,2</b> | <b>-31,2</b> |
| EBIT-marginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Finansiella kostnader             | 0,0         | -1,3         | -4,1         | -5,8         | -4,6         | -3,7         |
| <b>EBT</b>                        | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-64,8</b> | <b>-42,8</b> | <b>-34,9</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0          | -0,9         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettoresultat</b>              | <b>-4,3</b> | <b>-21,4</b> | <b>-37,7</b> | <b>-65,7</b> | <b>-42,8</b> | <b>-34,9</b> |
| Nettomarginal                     | neg.        | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         |



<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embark enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Embark Group AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.