

Kære medinvestorer,

Velkommen til Surface Capitals første kvartalsbrev, og igen tak for tilliden og for at investere sammen med mig.

Længden på investorbrevene vil have forskellig længde og forskelligt fokus. Den her gang er det langt, men det er det første brev, og der er flere ting jeg gerne vil nå igennem. Så håber I giver jer tiden til at læse det igennem.

Jeg har tænkt over hvad det primære fokus med brevene bør være, udover selvfølgelig at give et øjebliksbillede af kurs/indre værdi. Nogle af de tanker deler jeg i dette første brev, som derfor vil have en lidt anden form og længde end de fremtidige.

Den første del af brevet handler om investeringspsykologi og processen omkring at finde investeringer.

Den næste del af brevet er en gennemgang af Hacksaw AB, som er en af vores firmaer vi ejer i porteføljen.

Investeringspsykologi og proces

Der er flere faldgruber som investor, som jeg fokuserer på at undgå. Flere af dem handler om den måde menneskers hjerne er struktureret på. Daniel Kahneman modtog Nobelprisen i økonomi for sit arbejde med at kortlægge menneskelige kognitive biases. To af de vigtigste er i denne sammenhæng confirmation bias og myopic loss aversion.

Confirmation bias

Confirmation bias er hjernes tendens til at søge efter, fortolke, favorisere og huske information på en måde, der bekræfter vores forudindtagede holdninger, mens vi ignorerer eller nedvurderer information, der modsiger dem. I hverdagen kan det være så simpelt som følelsen af, at man altid holder for rødt lys – som altid kommer, når man holder for det røde lys!

I gennemsnit holder vi dog ikke mere for rødt lys end andre, men confirmation biasen går straks i gang med at huske os på alle de gange vi har holdt for rødt, uden dog at huske på alle de gange vi er kørt over for grøn.

Som investor er confirmation bias særdeles skræmmende. Den grønne omstilling var et super eksempel. Under den største hype omkring 2021-2022 var tendensen, at se positivt på alt omkring den grønne omstilling. Ørstedes vindmølleparker, solcelleanlæg, batteriproducenter. Alle nyheder blev læst med et ubevidst confirmation bias, som passede ind i det øjeblik tidsånd. Alle kunne se, at der var brug for grøn energi, og at alle de positive følger herved, bekræftede alle i, at virksomhederne indenfor den grønne omstilling blot ville tjene mere og mere, og blive mere og mere værd.

Der var dog samtidig også nyheder omkring "dunkelflaute" (oversat: mørke-vindstille), som er perioder med mørke og ingen blæst, hvor Tyskland har et massivt energiunderskud, som følger af, at de har lukket mange af deres kraftværker. Ligesom der var nyheder omkring de enorme anlægskostninger batteriproducenter og vindmøllefabrikanter havde.

Med bagklogskabens klare lys, viste det sig, at den unuancerede hype omkring den grønne omstilling desværre var et klassisk eksempel på confirmation bias, hvor viden der modsiger den beslutning eller det narrativ der allerede findes, tilsidesættes og ikke lagres og registreres i hjernen.

Pointen er her, udover at I nu ufrivilligt ved noget om confirmation bias, at jeg som investor skal være særdeles opmærksom på at si igennem de informationer der kommer. Det betyder dog ikke, at jeg blot skal være kontrær, og altid finde håret i suppen. Det er blot den anden side af confirmation bias, hvor man altid leder efter den ene ting, som kan modbevise det gældende. Det er lige så farligt, som det første.

Pointen er derimod at være agtpågivende og have et analytisk mindset og framework, som gør, at jeg altid går tilbage og tjekker for mine egne potentielle bias'es.

Det bringer en rigtig vigtig pointe frem, som jeg har set hos flere af mine kollegaer, som ellers er yderst begavet. Når de skriver deres kvartalsbreve, læses de ofte som en lang retfærdiggørelse for deres positioner. Selvfølgelig, må man næsten sige. Deres job er at udvælge aktier, så at retfærdiggøre den udvælgelse er vel det vigtigste de kan gøre?

Ikke helt! *Processen* med at vælge investeringen er det vigtigste for en investor. Men når investeringen så er valgt, bør fokus være på om investeringen udspiller sig som forventet, og hvis ikke, så handle herpå. Fokus skal ikke være på at forklare eller retfærdiggøre investeringen, da risikoen her er, at man overfokuserer på information og nyheder der bekræfter ens tese.

For at bruge et andet eksempel fra pokeren, og mine mange år som professionel der – så handler det om at træffe korrekte EV beslutninger. EV er kort for Expected Value. Vi får QQ (to damer) og beslutter os for at gå all-in før floppet. I eksemplet her, kalder modstanderen med 22 (to 2'ere) og vi vinder med Damerne mod 2'erne efter alle kortene er kommet. Vi er

selvfølgelig glad for resultatet, og i vores næste investorbrev skriver vi stolt om, at vi – som forventede – vandt med Damerne. Men i vores iver, glemmer vi, at det som var det vigtige, var beslutningen om at gå all in med vores Damer, i stedet for at fokusere på, at vi vandt med Damerne.

Den korrekte analyse ville være, at, ja, vi skal gå all in med Damerne, da vores EV for den beslutning er positiv. Men at vi aldrig kan vide udfaldet på forhånd. Det kan være vores modstander vågner op med Kongerne, eller at 2'erne rammer en 2'er på floppet, og vi så taber. Hvis vi kommer til at fokusere på udfaldet – confirmation bias – vil vi risikere at finde grunde for eller imod beslutningen. Som i bedste tilfælde er intellektuel selvtilfredsstillelse (se hvor gode vi var, eller hvor uheldige vi var!), og i værste tilfælde er direkte skadeligt for vores investeringer (f.eks. at vi sælger vores aktier for tidligt eller sent pga. dårlige eller gode nyheder).

Som jeres forvalter, der skriver selvsamme investorbreve til jer, rejser det nogle vigtige pointer omkring formålet med brevene (og se, nu er vi tilbage ved starten af brevet – aha!). For dels tjener investorbrevene et praktisk formål for jer, så I kan se hvordan vores investeringer klarer sig, men de tjener også et formål for mig.

Det formål bør bare aldrig blive at retfærdiggøre vores investeringsvalg, fordi i selve forsøget på at retfærdiggøre dem, vil der være en større risiko for at blive ramt af kognitive biaser, som vil gøre det sværere for os, at sælge dårlige selskaber eller købe gode selskaber.

Derimod bør formålet være, at jeg får anledning til at stoppe op og gennemgå mine mentale modeller for investeringsprocessen og mine finansielle modeller for virksomhedsanalyserne, og se om der har været ændringer hertil, som gør, vi bør lave tilsvarende ændringer i vores portefølje.

Fra tid til anden vil jeg selvfølgelig dele mine tanker omkring selvsamme modeller og processer når jeg køber eller sælger aktier i vores portefølje, og i den proces forhåbentlig give jer et indblik i, hvorfor vi er investeret som vi er.

Myopic loss aversion (nærsynet tabsaversion)

Som de skarpe medinvestorer og læsere, jeg ved I er, sidder I med garanti alle og råber ind i skærmen ”men hvad med den anden bias - *myopic loss aversion*, den har du slet ikke nævnt igen!”. Korrekt. Hvor *confirmation bias* er den alttilstedeværende ’livet er nemmere og rare, hvis der er en grund til resultatet’, så er *myopic loss aversion* (nærsynet tabsaversion) det brændstof som super-charger de dårlige beslutninger, som føles så ’dejlige’ under ens *confirmation bias*.

Helt basalt, viser forskning, at følelsen af at tabe 100 kr er cirka dobbelt så stærk som følelsen af at vinde 100 kr. Samtidig er det næsten umuligt for mennesker at forestille sig – sådan ægte forestille sig – ting mere end 1 år ude i fremtiden. Daniel Kahneman og Richard Thaler har fundet, at for økonomi og aktier, er det maksimale mennesker kan forestille sig, omkring 11-12 måneder ud i fremtiden.

Den uhellige treenighed af (1) *confirmation bias*; (2) følelsen af at tab er dobbelt så stærke som gevinster (*loss aversion*); (3) og den manglende evne til at forestille sig fremtiden og derfor overfokusere på nutiden (*myopic vision*) er det som gør, at langt de fleste investorer er bedst tjent med blot at investere i en passiv indeks fond eller ETF, som per automatik er sat op til at undgå ovenstående.

Men ikke os! Vi ønsker det svære, hvor resultatet til gengæld – over tid – bør være det bedre. I alle tilfælde, så tjener gennemgangen til at huske hvor stærke kræfter vi som mennesker kæmper imod, når det kommer til investeringer, som i sin essens er at købe ”*værdi i fremtiden til en pris i dag, der er billigere end værdien i fremtiden*”.

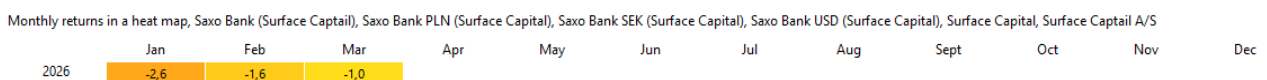
Kvartals performance

Og med det forord, så lad os se på kvartalets resultat, som vi nu ved, er både uhensigtsmæssigt og upræcist at kigge på, da det puster ild til begge de store biaser! 😊

2026 Q1 gav et afkast inden fees på -4,69%, og *efter alle fees* et afkast på -5,24%. Hvor benchmark leverede et afkast på -3,2%.

Forskel mellem ’før fees og efter fees’ skyldes indtrædelsesomkostningerne ifm opstarten, som når de opgøres over et kvartal fylder forholdsvis meget. Det eneste gode at sige om det er, at det er en engangsomkostning, som vi ikke ser igen.

Surface Capital A/S performance:



iShares MSCI ACWI UCITS ETF performance (benchmark):

as of ▼

	YTD	1m	3m	6m	1y	3y	5y	10y	Incept.
Total Return (%) USD ⓘ	-3.17	-7.16	-3.17	0.02	20.11	58.56	58.03	190.81	315.38
Benchmark (%) USD ⓘ	-3.20	-7.18	-3.20	-0.01	20.01	58.44	57.34	192.62	323.02

Langt størstedelen af vores tab kan henføres til en enkelt aktie – *Galaxy Gaming* – rensat for den, havde vi inklusiv fees tabt -1,1%, som før fees faktisk havde givet et lille positivt afkast for perioden, og et væsentlig merafkast i forhold til benchmark, som leverede -3,2%.

Sådan noget talmagi er en kardinalsynd, og aldrig noget jeg vil gemme mig bag. Grunden til jeg fremhæver det er:

- 1) Genbesøge investeringstesen.
- 2) Overveje om jeg skal tage noget væk fra konklusionen.

Næste brev vil jeg gå i dybden med *Galaxy Gaming*, som er en atypisk investering for os. En *special situation*-investering, som i tilfældet her er en *merger arbitrage*. Noget jeg historisk har gjort nogle gange, og som jeg har haft god succes med, men som jeg af samme grund bør være ekstra opmærksom på, og som i alle tilfælde ikke er ”spillet færdig”, da firmaet stadig er uafklaret omkring deres konsummeringen af deres kommende merger med *Evolution AB*.

Eneste lyspunkt er her, at d.d. har investeringen rettet sig en del.

Hacksaw AB

Til slut vil jeg fremhæve *Hacksaw AB*, som er en af vores investeringer, og gennemgå vores proces for hvorfor vi er investeret i netop dette firma.

Jeg løber typisk igennem en række punkter, når jeg vurderer en potentiel ny investering for os:

- Forretningsmodellen og konkurrencelandskabet
- Finansiell analyse af firmaet inkl. DCF-model for kurspotentiale.
- Alignment og governance mellem ledelse og aktionæren.

Forretningsmodellen og konkurrencelandskabet

Hacksaw er en svensk casinospils udvikler og distributør. De udvikler kun spil til online casinoer og kun til spilmaskiner (slots casino).

Online casino er væksted voldsomt de sidste 10 år i takt med udbredelsen af mobil og internet, og forventes fortsat at vækste mere end casino og betting som kategori.

Hacksaw vurderer selv, at de har omkring 3% af slotsmarkedet, som er præget af nogle meget store spillere, som *Aristocrat*, *Light and Wonder* og *Pragmatic Play*, som historisk har bygget

deres forretning på fysiske spilmaskiner og casino spil (roulette mm), samt udviklingen af nye variationer heraf.

Hacksaw derimod er startet digitalt. Faktisk startede de med at lave digitale skrabetilspil, som blev deres proof of concept.

Hacksaw har to indtjeningsområder. Spiludvikling og spildistribution. Spiludvikling er nemt at forstå. Hacksaw udvikler et nyt slotspil, som f.eks. Wanted Dead or a Wild (deres største succes til dato), som de så licenserer til store casino operatører, som f.eks. Bet365, Flutter Entertainment eller Stake.com. Deres indtjening består en andel af indtjening operatørerne har på Hacksaws spil.

Det er en asset light model, som giver meget høje marginer – pt. omkring 80% - da de inkrementelle omkostninger er stort set ikke eksisterende.

Hacksaw bogfører deres udviklingsomkostninger af slot-spil løbende som en investeringsomkostning, og afskriver hvert spil lineært over 4 år, hvilket virker fair og rimeligt, og måske en smule til den konservative side. I alle henseende er deres udviklingsomkostningerne og implementeringsomkostninger meget lave, dvs. det kræver ikke synderligt mange ressourcer (arbejdstimer er det primære), at lave et nyt slot-spil, som også er grunden til, at marginen kan holdes helt oppe omkring de 80%.

Jeg kender casino branchen indgående, og jeg følger Hacksaws udvikling af spil tæt (de streames på kick.com af store casino influenter). Helt subjektivt har Hacksaw nogle af de bedste spil på markedet, og i alle tilfælde er deres udbud fuldt konkurrencedygtigt. Det betyder ikke, at de også er det om 10 år, men det giver dog et øjebliksbillede af kvaliteten af deres forretning, som også afspejler sig i deres omsætningstal, som har været støt stigende alle år de har eksisteret.

Som meget andet underholdning er det dog svært at blive ved med at være de bedste, eller ramme "flavour of the month", for hvad spillerne interesserer sig for. Hvilket bringer os til Hacksaws anden indtjeningskilde: distribution af casino-slots.

Historisk har implementering og distribution af casino-slots været langsomt og dyrt og præget af mange individuelle løsninger. Skulle man lancere et nyt casino-spil på Danske Spil krævede det, at udvikleren af casinospillet snakkede direkte sammen med Danske Spils udviklere, og fik implementeret spillet, så det kunne snakke sammen med Danske Spils (eller andre udbydere) backend, player wallet mm. Alle der kender lidt til IT og projektudvikling ved hvor tungt sådan noget er, i store firmaer, hvor der løbende prioriteres projekter der skal implementeres.

En bridgeløsning på det problem har for mange udbydere været at bruge "aggregators", som helt enkelt er firmaer der samler casino-slots fra mange udbydere, og tilbyder dem i et samlet

teknisk feed, som udbyderen så blot skal implementere en gang. Det er smart i forhold til at få et stort udvalg af slots, men det koster et ekstra "cut" til aggregator-firmaet, som også skal betales for løsningen, ligesom at løsningen ikke kan individualiseres (ingen ændring af VIP-program eller tilbagebetalings-procent på maskinerne mm.). Det er one-size fits all.

Hacksaws løsning på det problem har været at bygge deres egen distribution og udviklingsplatform. Tænk Steam fra Valve (eller i mindre grad Apple Store eller Unity), hvor Valve selv kan udgive deres spil, men som nu primært bruges til, at alle andre spiludviklere udgiver deres spil.

Med andre ord tilbyder Hacksaw, at alle med en drøm og en god ide om at blive slot-spiludviklere kan bygge deres slot-spil med Hacksaws 'engine', som automatisk har styr på algoritmerne for korrekt tilbagebetaling, chance-vurdering, bonusspilsiterationer mm. Alt sammen noget, som er rigtig dyrt at udvikle, og som er reguleret hårdt, for at undgå snyd. Og Hacksaw stopper ikke her. De tilbyder også at udgive spillet direkte på deres RNG-platform, som i praksis fungerer som en slags aggregator, da den er implementeret direkte ind til alle deres eksisterende kunder.

Mod dette tager Hacksaw et fee, som er en % af indtjeningen på slotmaskinen. Det koster ikke Hacksaw noget at tilbyde deres software, udover en smule hostingkapacitet, da de alligevel skulle – og fortsat skal – udvikle og holde deres egne slots-spil vedlige.

Hacksaws fordel er tosidet. De tjener penge på et aktiv de alligevel betaler for (deres RNG-platform). Men meget vigtigere, og noget Hacksaw ikke selv snakker ret meget om, så får de førstehånds adgang til nye potentielle "super succeser". Når en udvikler vælger at bruge Hacksaws platform, tillader de nemlig også, at alt data løber igennem Hacksaw. Dvs. Hacksaw kan som de første se, hvornår et nyt slot-spil begynder at få traction hos udbyderne. Ser de pludselig at et nyt slot-spil vækster omsætningen eksponentielt fra dag til dag, så ved de, at spillet har ramt rigtigt, og de kan derefter gå til udviklerne og forsøge at købe dem.

Det har Hacksaw allerede gjort et par gange. Det ben kalder de Hacksaw Ventures, og er en måde at rulle nye slot-maskiner op i deres egne, så de kan få den fulde indtjening på maskinerne. Det vil ofte være et win-win for både den lille indie-udvikler og Hacksaw, da Hacksaw med deres meget større muskler, nemmere kan skubbe de små slot-spil bredt ud til deres partnere, når de kan se på tallene, at de har en succes. Det vil for indie-udvikleren ofte være mere lukrativt end at forsøge selv at få deres spil distribueret bredt.

Ingen andre end Hacksaw tilbyder pt. den løsning, men der er stadig voldsom konkurrence på markedet, fordi det er så enormt profitabelt, når man rammer et slot-spil der er en succes.

Tendens er lige nu for de store udbydere, som f.eks. Stake.com, at forsøge at lave deres egne spil via underudviklere (Massive Studio, Titan Gaming, som begge er ejet af Easygo, der igen

ejer Stake.com og Kick.com). Det kan på sigt give konkurrence for Hacksaw, men strukturelt er det dog et problem for f.eks. Stake.com at skulle sælge deres egne slot-spil til deres konkurrenter. Det er noget de fleste store konkurrenter sjældent vil være interesseret i. Der er det bedre at have en ren udvikler/distributør som Hacksaw.

For indeværende er Hacksaws spil-portefølje også så dominerende, at selv aktører som Stake.com er fuldstændig afhængig af at have dem i deres udbud, da deres spillere forventer at kunne spille Hacksaws spil hos dem.

Hacksaw har også udviklet muligheden for, centralt, at kunne implementere forskellige tilbagebetalingsprocenter eller bonusser, som gør, at Hacksaw kan skræddersy deres casino-slots til udbyderne. Er du FDJ (Française des Jeux) i Frankrig, har du en anden beskatning og lovgivning omkring bonus-kroner, end Penn Entertainment i USA. Ingen problem her. Hacksaw klarer den centralt, uden ekstra implementeringsomkostninger for udbyderne.

Det er forretningsmodellen. Hvad så med deres finanser.

Finansiel analyse af Hacksaw

Hacksaw har netop udgivet deres årsrapport for 2025, og leverer for 2025 en omsætning på 197,4m€. Deres margin er ca. 81%, hvilket giver et cash flow på ca. 147m€.

Market cap er i dag omkring 1.670m€, dvs. aktien handles til en FCF-% på 8,8%.

På almindeligt dansk, betyder det, at du i dag kan købe Hacksaw og forvente at firmaet – under uændrede forudsætninger for fremtiden – spytter knap 9 kroner ud, når alle omkostninger til drift og udvikling er trukket fra, for hver 100kr du putter ind.

Vi købte aktien billigere ved marketcap på 1.540m€, hvilket giver os et FCF yield-% på 9,6%.

Hacksaw har indskrevet i deres vedtægter, at de skal udbetale minimum 75% af deres overskud enten som udbytte eller aktietilbagekøb. For at gøre det simpelt, antager jeg, at de udbetaler alle 75% som udbytte (det er vedtaget for 2025 regnskabet, hvor de udbetaler 0,40€ eller 4,34 SEK per aktie).

For os, betyder det, at vi har et udbytte-afkast på cirka 7,7% på vores investering, som vi får ud i kontanter i 2026.

Det er ikke fordi jeg egentlig er stor tilhænger af at firmaer udbetaler udbytte. Det er ofte en dårlig ide, hvis firmaet har andre, mere profitable ting, at geninvestere pengene i. Men nogle gange behøver investering ikke være kompliceret.

Occams Razor og den simple investering

Min mentale model omkring investering arbejder med flere steps. Men en af de første steps, som jeg selv har opfundet til lejligheden, er en afart af Occams Razor, og går på, at den simpleste forklaring ofte er den korrekte.

I investeringsregi er den simpleste form for investering en høj-rentekonto. Du sætter penge ind. Der er ingen risiko (vi ser bort fra modparts-risiko ved banker der crasher og stater der går bankerot) og du ved hvad du får i afkast i form af renten.

I investeringsverdenen er pendanten til dette amerikanske statsobligationer – såkaldte T-bills (don't get me startet omkring modpartsrisiko, valutarisiko, inflation mm.). Den 1 årige T-bill giver pt. 3,7% i rente.

Hos Hacksaw får vi 7,7% i "rente" i form af udbytte i det næste år. Det ved vi med 100% sikkerhed. Pengene er tjent. De står på balancen og venter blot at blive udbetalt.

Vi ved også, at Hacksaw har afsat de resterende 25% (husk, de udbetaler kun 75% af indtjeningen), til egenkapitalen, så de har penge til opkøb og udvikling, skulle mulighederne komme. Samtidig har Hacksaw ingen gæld som skal serviceres, og ingen behov for at optage gæld for at kunne udvide forretningen.

Min påstand jf. 'Rasmus' Razor' (som den nu er døbt), er, at den strukturelle risiko for Hacksaw ikke er så meget højere, at de skal give et direkte afkast på 7,7% kontra T-bills 3,7%. Pt. er risikopræmien sat til 4% (forskellen mellem de 2 tal), som svarer til 108% i risikopræmie!

Punktum. Det er egentlig nok – sit back and enjoy the show. Forudsat, selvfølgelig, at fremtidsudsigterne for Hacksaw ikke er forfærdelige, og at vi derfor ender med at købe katten i sækken.

Med udgangspunktet i deres forretningsmodel, som allerede beskrevet, har jeg dog svært ved at se, at Hacksaw skulle stå med en meget mindre forretning om 5 år – tværtimod. Hvad der sker derefter, er svært at sige (*se, nu brugte jeg vores myopic vision bias igen!*), så lad os ikke dvæle ved fremtiden så langt ude i horisonten.

DCF-model

Hacksaws finanser er også simple. De har meget lav working capital og deres omkostninger er stort set kun udviklings og salgsomkostninger. De har ingen gæld. Det betyder en meget høj ROIC, da hver krone de geninvesterer i firmaet, giver et meget højt afkast.

Jeg har modelleret forskellige scenarier for deres vækst, herunder et nul-vækst-scenarie.

Min basis analyse, som tager udgangspunkt i en gennemsnitlig revenue vækst væsentligt lavere end Hacksaws eget estimat på 30% giver et **fair value** estimat på **154 SEK** per aktie, som er en 173% upside til vores købspris.

REVENUE PROJECTIONS (EUR millions)												
Year	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Terminal
Revenue	137,1	197,4	246,8	296,1	340,5	374,6	412,0	453,2	498,5	538,4	565,4	579,5
Revenue Growth	-	44,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	5,0%	2,5%
EBIT Margin	85,0%	81,8%	79,0%	77,0%	75,0%	74,0%	73,0%	72,0%	71,0%	70,0%	70,0%	68,0%
EBIT	116,5	161,5	194,9	228,0	255,4	277,2	300,8	326,3	354,0	376,9	395,7	394,1
Less: Taxes	(7,0)	(9,7)	(11,7)	(13,7)	(15,3)	(16,6)	(18,0)	(19,6)	(21,2)	(22,6)	(23,7)	(23,6)
NOPAT	109,5	151,8	183,2	214,3	240,1	260,5	282,7	306,7	332,7	354,3	372,0	370,4
D&A (% of Revenue)	2,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Add: D&A	2,7	4,9	4,9	5,9	6,8	7,5	8,2	9,1	10,0	10,8	11,3	11,6
CapEx (% of Revenue) (Development)	3,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Less: CapEx	(4,1)	(6,9)	(7,4)	(8,9)	(10,2)	(11,2)	(12,4)	(13,6)	(15,0)	(16,2)	(17,0)	(17,4)
NWC (% of Revenue)	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
NWC Balance	9,6	11,8	14,8	17,8	20,4	22,5	24,7	27,2	29,9	32,3	33,9	34,8
Change in NWC	-	(2,2)	(3,0)	(3,0)	(2,7)	(2,0)	(2,2)	(2,5)	(2,7)	(2,4)	(1,6)	(0,8)
Unlevered Free Cash Flow	-	147,6	177,8	208,4	234,0	254,8	276,4	299,7	325,0	346,5	364,7	363,8

(DCF-model 'base' case)

Jeg har også lavet en række modelleringer, for at se hvad det betyder, hvis Hacksaw pludselig får lavere marginer, højere pris på deres kapital eller lavere vækst og terminalvækst.

SENSITIVITETSANALYSE - HACKSAW AB						
Alle tabeller opdateres automatisk ved ændringer i DCF-modellen.						
1. WACC vs. Terminal Vækst → Aktiekurs (SEK)						
WACC \ g		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	200	213	230	251	278	
8,0%	167	176	187	199	215	
9,1%	142	148	154	162	172	
10,0%	126	130	135	141	147	
11,0%	112	115	118	122	127	
12,0%	100	103	105	108	112	
2. EBIT Margin vs. Omsætningsvækst Y1 → Aktiekurs (SEK)						
EBIT% \ Vækst Y1		10%	20%	25%	30%	40%
70%	121	132	137	143	153	
75%	130	141	147	153	164	
79%	136	148	154	160	173	
82%	141	154	160	166	179	
85%	146	159	166	172	185	

4. Scenarieanalyse					
Scenarie	Rev vækst Y1	EBIT%	Term. g	Fair Value (SEK) vs. kurs	
Bear: Regulering+sektorpres	5%	65%	1,5%	99	75%
Moderat bear: Vækst aftager	15%	72%	2,0%	124	120%
Base case	25%	79%	2,5%	154	173%
Moderat bull: Stærk eksekution	35%	80%	3,0%	177	214%
Bull: US+OpenRGS boom	45%	82%	3,5%	206	265%

(Sensitivitetsanalyse ved DCF-modellering "base-case")

REVENUE PROJECTIONS (EUR millions)												
Year	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Terminal
Revenue	137,1	197,4	217,1	223,7	230,4	237,3	244,4	251,7	259,3	267,1	275,1	281,9
Revenue Growth	-	44,0%	10,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBIT Margin	85,0%	81,8%	79,0%	77,0%	75,0%	74,0%	73,0%	72,0%	71,0%	70,0%	70,0%	68,0%
EBIT	116,5	161,5	171,5	172,2	172,8	175,6	178,4	181,2	184,1	186,9	192,5	191,7
Less: Taxes	(7,0)	(9,7)	(10,3)	(10,3)	(10,4)	(10,5)	(10,7)	(10,9)	(11,0)	(11,2)	(11,6)	(11,5)
NOPAT	109,5	151,8	161,2	161,9	162,4	165,0	167,7	170,4	173,0	175,7	181,0	180,2
D&A (% of Revenue)	2,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Add: D&A	2,7	4,9	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6
CapEx (% of Revenue) (Development)	3,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Less: CapEx	(4,1)	(6,9)	(6,5)	(6,7)	(6,9)	(7,1)	(7,3)	(7,6)	(7,8)	(8,0)	(8,3)	(8,5)
NWC (% of Revenue)	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
NWC Balance	9,6	11,8	13,0	13,4	13,8	14,2	14,7	15,1	15,6	16,0	16,5	16,9
Change in NWC	-	(2,2)	(1,2)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,4)
Unlevered Free Cash Flow	-	147,6	157,9	159,3	159,7	162,3	164,8	167,4	170,0	172,6	177,8	177,0

(DCF-model 'bear' case med nul-vækst/inflationsvækst fra 2027 og frem)

SENSITIVITETSANALYSE - HACKSAW AB					
Alle tabeller opdateres automatisk ved ændringer i DCF-modellen.					
1. WACC vs. Terminal Vækst → Aktiekurs (SEK)					
WACC \ g	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,0%	110	116	125	135	148
8,0%	94	98	103	109	117
9,1%	81	84	87	91	96
10,0%	73	75	78	80	83
11,0%	66	67	69	71	73
12,0%	60	61	63	64	66
2. EBIT Margin vs. Omsætningsvækst Y1 → Aktiekurs (SEK)					
EBIT% \ Vækst Y1	10%	20%	25%	30%	40%
70%	78	84	88	91	98
75%	83	90	94	97	105
79%	87	95	99	102	110
82%	90	98	102	106	114
85%	94	102	106	110	118

(Sensitivitetsanalyse ved DCF-modellering "bear-case")

Fælles for dem alle er, at selv hvis vi tager worst-case, hvor der er ingen vækst, marginerne trykkes sammen, og kapitalen bliver dyrere, så er der stadig et kurspotentiale. Med Seth Klarman's ord indeholder Hacksaw således en betydelig "margin of safety", som er den buffer vi, som investorer, har som modvægt til fremtidens usikkerhed.

Vi går i dybden omkring Klarmans koncept i et senere brev, men vil dog knytte følgende kommentar for nu:

Konceptet er enormt vigtigt for investorer at forstå, da det er en måde at prissætte fremtidens usikkerheden på, men samtidig bør det ikke blive et dogmatisk investeringsprincip, da – som vi har rørt ved jf. *myopic vision* – ikke kan kende fremtiden, og at den i nogle tilfælde falder mere positivt ud end forventet. En investors analyse bør derfor primært være drevet af EV-kalkulationen (ofte udtrykt via en DCF-model), som forsøger at tage højde for, at nogle aktier har indbyggede større kurspotentiale, hvis fremtiden falder positivt ud (tænk f.eks. på Google i 00erne). Men mere herom senere, hvor vi også rør på matematikken ved kapitalens "risiko" ved tab, som er væsentlig højere end "fordelen" ved gevinster, når investeringen stiger i værdi.

Hvis min analyse er korrekt, må den lave kurs på Hacksaw derfor skyldes andre grunde. Dem har jeg forsøgt at kortlægge, og for at holde det nogenlunde kort (ja, det tog er kørt), så er der to primære grunde:

- 1) Sektor Risiko
- 2) IPO salgs-pres

Sektor Risiko

Online betting og casino markederne nød i perioden under Corona og efterfølgende godt af en gigantisk vækst, som følge af nedlukningen og de mange penge der blev sprøjtet ud i samfundet. Det gav nogle ekstremt høje forventninger til firmaernes fremtidig indtjening (læs, analytikerne og markedet lider af myopisk syn – surprise!), som udmøntede sig i paraboliske stigninger i kursen.

Tag Evolution AB og Flutter Entertainment som eksempler.

Stockholm - Free Realtime Quote - SEK

Evolution AB (publ) (EVO.ST) ☆

Get top stock picks

603.20 +2.00 (+0.33%)

As of 4:06:51 PM GMT+2, Market Open.



NYSE - Nasdaq Real Time Price - USD

Flutter Entertainment plc (FLUT) ☆

FLUT: Risk or rebound?

103.38 +1.00 (+0.97%)

As of 10:05:18 AM EDT, Market Open.



I løbet af 2024 og 2025 ændrede narrativet sig dog, først langsomt, og senere som en syndflod, efterhånden som firmaernes toplinjevækst bremsede, og der viste sig problemer med alt fra ureguleret spil til for meget regulering til retssager om ulovlige tilsmudsningekampagner (herunder et PR bureau med tidligere Mossad-agenter – hvem sagde investering var kedeligt!).

Læg dertil, at der i samme periode er kommet et øget fokus på ESG-hensyn, som gør, at mange banker og pensionselskaber ikke må have – eller vælger ikke at have – gambling aktier i deres fonde. Sammen giver det en perfekt storm af salgspres og negativ markedsstemning på gambling sektoren som helhed, uden hensyntagende til de faktiske finansielle tal for de bagvedliggende firmaer.

Jeg skal ikke kloge mig på om det er mere sandsynligt at online gambling går mod negativ vækst og indtjening, eller om de vil vækste 50% årligt, men blot konstatere, at markedet opfører sig, som om, der kun findes en af de to scenarier!

Personligt tænker jeg, at vi nok er et sted midt imellem. Online gambling er kommet for at blive, og det vil fortsat vækste, som følge af øget velstand, ændret aldersdemografi, og af nye lande og befolkningers adgang til online gambling. Men hvad hastighed det sker i, ved jeg ikke.

IPO salgs-pres

Hacksaw gik på børsen medio 2025 til kurs SEK 77. Inden da var Hacksaw privat, og ejerskabet var fordelt på primært 5 store ejere, herunder den siddende CTO (grundlæggeren og tidligere også CEO), samt nogle meget rige svenskere, bl.a. arvingerne fra Tetra Pak. Resten af aktierne var ejet af ansatte og tidligere ansatte af Hacksaw og mindre investorer.

Hacksaw havde nul gæld ved deres IPO og intet behov for kapital. Det eneste formål med IPOen var derfor at skabe likviditet i aktien, så eksisterende ejere kunne realisere noget af deres gevinst i firmaet.

Det har skabt en speciel dynamik omkring aktien, som er uafhængig af deres regnskabstal. Faktisk var prissætning af Hacksaw til deres IPO ikke urimelig, hvad man ellers, desværre, ofte ser. Forskning viser også, at langt størstedelen af IPOs er dårlige for investorer at deltage i, med et gennemsnitligt tab mellem 20-23% de første 3 år (Jay Ritter, 1991 og 1995). Jeg undgår derfor, så vidt muligt, IPOs i de første par år.

At vi alligevel har købt Hacksaw skyldes bl.a. den type IPO de valgte, hvor de alene er gået på børsen for at skabe likviditet i aktien. De valgte at floate 17,3% af aktierne, og resten blev hos de eksisterende aktionærer.

Faktisk gennemgik jeg deres IPO-materiale og kortlagde alle de opgjorte aktionærer (tak Claude Al!), som viste at Founders fortsat sad på 48% af aktierne efter noteringen.

SUMMARY BY CATEGORY

Founders (Core founding team)	Karl Rausing (Fractional Holding), Lollipop Assets, Frédéric Herz, Ejevärn	~48%
Founder/Early (Early team members)	Adelko AB, Wilhelm Bühring, Ivan Fialdini	~4%
High-Profile Investors	Kyryl & Maurice Louis-Dreyfus (Sunderland AFC owners)	~0.7%
Institutional/Family Offices	Australian holdings, Cayman entities, Cyprus/Luxembourg	~25%
Employees/Operations (Malta-based)	Daniel Camilleri, Reuben Portanier, Gorazd Zagar, etc.	~2%
Other Individual Investors	Various Swedish and international individuals	~20%

KEY FINDINGS

1. Core founding team (via Fractional Holding, Lollipop Assets, Herz, Ejevärn) retains ~48% of shares post-IPO
2. Karl Rausing is the key founder (controls Fractional Holding AB). Distant relative of Tetra Pak Rausing's.
3. Founding team previously sold The Multi Group (Multilotto) to Chinese 500.com for ~€50M in 2017
4. Notable investors include Kyryl Louis-Dreyfus (Sunderland AFC owner) and his brother Maurice
5. Significant Malta-based employee shareholdings reflect gaming operations being domiciled in Malta
6. Diverse investor base across Sweden, Switzerland, Australia, USA, Cyprus, and Luxembourg
7. Erik Selin (Swedish real estate billionaire) and Petter Stordalen (Norwegian hotel magnate) also invested at IPO
8. 360-day lock-up for major shareholders (>4%); 180-day lock-up for smaller shareholders

I de fleste IPOs er der en såkaldt "lockup periode", hvor eksisterende aktionærer ikke må sælge flere aktier, end hvad de solgte til IPOen. Det skal sikre, at markedet kan nå at finde den "korrekte pris" for aktien, så markedet nemmere kan klare det pres, der ellers måtte komme, når gamle investorer og aktionærer vil sælge deres aktier.

Hacksaws lockup periode er delt i 2.

Investorer under 5% ejerskab ved IPOen havde 180 dages lockup.

Investorer over 5% ejerskab ved IPOen havde 360 dages lockup.

Min gennemgang af aktionærene viste, at det primært er ansatte, tidligere ansatte og mindre investorer der har under 5% ejerskab, dvs. folk som enten har fået deres aktier "gratis" (som en del af deres løn, via warrants) eller billigt, ifm. tidlige investeringsrunder.

Min antagelse er, at den gruppe ville sælge en større del af deres aktier, når deres lockup udløb, næsten uden hensyn til hvad kursen var, ud fra den betragtning, at deres "gratis aktier", pludselig er blevet en formue værd. Så om aktien sælger til kurs 77 eller kurs 47 er derfor af mindre betydning, end den værdi pengene kan gøre for deres liv.

Jeg lavede derfor en analyse og gennemgang af handelsaktiviteten i aktien fra børsnoteringen og til vi købte – som jeg har opdateret løbende.

Jeg har fremhævet det væsentlige for os – den meget synlige stigning på cirka 50% i handelsaktiviteten efter lockup perioden:

HACKSAW AB - LOCKUP & TURNOVER ANALYSIS						
1. KEY INPUTS						
Total shares outstanding	288.915.987 shares					
Shares under 180 day lockup (<4% owners)	81.889.604 shares					
% of company under 180 day lockup	28.3%					
Number of shareholders (<4%)	65 shareholders					
Lockup expiry date	Dec 22, 2025 (EXPIRED)					
2. TRADING VOLUME DATA (Yahoo Finance - verified April 2026)						
Tranche	Period	Trading Days	Avg Daily Vol	Median Daily Vol	Avg Close (SEK)	Note
Tranche 1: IPO-periode	Jun 25 - Sep 24, 2025	66	811.160		329.272	72,59 Avg skæringsret af IPO-dag 1 (21:2M) Excl. dag 1: 497K
Tranche 2: Pre-lockup udløb	Sep 25 - Dec 22, 2025	63	463.180		350.763	68,26 Normaliseret volumen. Lockup endnu ikke udløbet
180-dag lockup udløb: 22. december 2025						
Tranche 3: Post-lockup (tidlig)	Dec 23, 2025 - Jan 20, 2026	15	612.141		573.496	60,05 Vol stiger ~32% vs. Tranche 2 efter lockup-udløb
Tranche 4: Post-lockup (udvidet)	Jan 21 - Apr 1, 2026	51	804.473		738.211	57,03 Højeste sustained volume. Fortsat insider-selling
Tranche 5: April 2026	Apr 2 - Apr 13, 2026	6	603.390		630.961	63,12 Kun 6 dage. Volumen falder - selling aftager?
2b. MÅNEDLIG BREAKDOWN - POST-LOCKUP						
Måned	Handelsdage	Avg daglig vol	Median daglig vol	Avg Close (SEK)	Ændring vs. forrige	
2025-12	3	646.872		662.007	63,06 -	
2026-01	20	625.713		575.639	58,39 -3,3%	
2026-02	20	841.544		653.760	56,03 +34,5%	
2026-03	22	794.471		772.844	57,68 -5,6%	
2026-04	7	723.772		755.506	63,08 -8,9%	

Eksempel: Dec 2025 kun 3 handelsdage (23-30/12). Feb split fra earnings d. 17/2.

Med følgende antagelser giver det os en forventet turnover på insidersalget (der er cirka 81mio aktie, som svarer til 28% af aktierne, som blev fri ved lockup,):

5. TURNOVER SCENARIOS						
SCENARIO A: Faktisk vol (800k/dag, Tranche 4 avg)						
Sell %	Shares to Sell	Insider @30%	Insider @50%	Insider @75%	Insider @100%	
25%	20.472.401	85 days	51 days	34 days	26 days	
50%	40.944.802	171 days	102 days	68 days	51 days	
75%	61.417.203	256 days	154 days	102 days	77 days	
100%	81.889.604	341 days	205 days	136 days	102 days	

Jeg tror det realistiske er, at insiderne sælger et sted mellem 25-75% af deres aktier, og at de står for mellem 30-50% af salgsvolumen (jf. dataen ovenfor). Det giver en turnover-rate på deres holding på mellem 51-256 dage.

Det er ikke vigtigt for os som investor at være præcis med ovenstående, men blot at få en fornemmelse af om der faktisk er et salgspres fra insiderne, som kan være med til at forklare den lave prissætning, og som vi derfor med glæde kan gøre brug af.

Hvis min antagelse er korrekt, bør salgspreset slippe stille og roligt i den her periode op indtil næste lockup frigives.

Den næste lockup fase er primært for de stiftende ejere. Selvom de sidder på en stor del af aktierne, er jeg mindre nervøs for, at de dumper alle deres aktier ved lockup. Dels har de ikke brug for pengene, og dels har de været dybt engageret i virksomheden siden den startede. De havde desuden muligheden for at floate en større del af deres aktier allerede ved IPO'en, som de ikke gjorde brug af. Dengang kunne de gøre det til kurs 77, hvorimod aktien nu handler til kurs 62. Det synes derfor usandsynligt, at de er villige til at sælge yderligere, når prisen er lavere end ved IPO'en.

I alle tilfælde, selv hvis deres lockup starter et nyt salgspres, ændrer det ikke ved Hacksaws forretning, og vil derfor blot være en mulighed for at købe yderligere op i aktien, hvis prisen bliver lav nok.

Alignment og governance mellem ledelse og aktionæren i Hacksaw

"I try to buy stock in businesses that are so wonderful that an idiot can run them. Because sooner or later, one will."

Ovenstående er et citat af Warren Buffett omkring vigtigheden af ledelse og forretning. Hvis du har en fantastisk forretning men en forfærdelig ledelse, vil du få et middelmådigt resultat. Men hvis du har en middelmådig forretning og en forfærdelig ledelse, kan intet i verden hjælpe dig.

Som aktionær er vi dybt afhængig af, at ledelse er ansvarlig og har samme interesser som os. Hvilket vil sige, at drive den bedst mulige forretning på den bedst mulige måde. Det burde være simpelt, men desværre er det ikke altid tilfældet, da aflønninger af CEO, bonus incitament, og manglende ejerskab ofte kan give helt modsatte rettede interesser mellem den siddende ledelse og aktionæren.

Ledelsen hos Hacksaw er ny, og kom til ifm. IPOen, så det er svært at vurdere kvaliteten af dem, med den korte tidshorisont de har været i gang.

Som nævnt tidligere er ejerskabet af Hacksaw dog fortsat på hænderne af de stiftende ejere, som også sidder tungt på bestyrelsen. Det er et plus, da det sikrer alignment mellem ejerne og ledelsen.

Den nye ledelse har fået tildelt et Warrant program, som skal sikre, at deres økonomiske incitament er bundet op på aktionærernes.

WARRANT DILUTION (TREASURY STOCK M)						
Implied Share Price (EUR)	€14,55					
Warrant Tranche	Warrants	Strike (EUR)	Strike (SEK)	In-the-Money	Dilutive Shares	
CEO/Employee (Apr 2028)	902.000	€11,11	117,88 SEK	Yes	213.444	
Pre-IPO (Apr 2030)	966.000	€8,52	90,40 SEK	Yes	400.496	
Pre-IPO High Strike (Apr 2030)	240.000	€21,30	225,99 SEK	No	0	
Total Dilutive Shares					613.940	
Diluted Shares Outstanding (millions)	289,814					
Diluted Share Price (EUR)	€14,52					
Diluted Share Price (SEK)	154,09 SEK					
Diluted Upside / Downside	172,7%					

Der er givet warrants af 2 gange, hvoraf de største tranches udløber i 2028 og 2030. De væsentligste på den korte bane er april 2028 warrantsne, som skal ramme en kurs over 115 SEK for at være i pengene.

Alt andet lige, bør det være en voldsom gulerod for ledelse, og derfor helt essentielt for dem, at understøtte firmaets fortsatte vækst. Ledelsen har allerede annonceret, at de vil begynde at tilbagekøbe aktier i 2026, og jeg vurderer, at det vil fortsætte massivt i 2027, hvis aktiekursen ikke er steget fra det nuværende niveau inden da.

Alt i alt, vurderer jeg, at der ikke er nogen store røde flag ved alignment mellem ledelse og os som aktionærer.

Konklusion

Samlet tegner der sig et billede af et firma, som handler markant under dens faktiske værdi, men som umiddelbart ikke skyldes fundamentale risici ved forretningsmodellen. Tværtimod tyder meget på, at deres forretningsmodel er intakt i et forretningsområde som er yderst lukrativt (gambling), hvor de er blandt de førende i deres branche.

Ledelsen er alignet med aktionærerne, og deres strategi fokuserer på at skabe langsigtet værdi (geninvesterer i deres RNG-model og returnerer resten af overskuddet til aktionærerne).

Af disse grunde har Hacksaw fundet vej til vores portefølje, og er også en af vores største positioner per dags dato.

Jeg har udeladt flere detaljer af min proces og gennemgang af Hacksaw, som konkurrent analyser og sektorgennemgang, da gennemgangen allerede er omfattende og lang. Men tænker ovenstående giver et godt indblik i processen alligevel.

I fremtidige breve vil jeg sjældent gå i dybden på samme måde, medmindre det er et ønske fra jer.

Men det var vigtigt at løbe jer igennem processen for en af vores investeringer, så I får fornemmelsen for, hvordan vores proces for udvælgelse af investeringer til porteføljen.

Indtil næste gang.

Mange hilsener,
Rasmus