



## Penser Access by Carnegie

Servicetjänster | Sverige | 09 september 2024

# Sensys Gatso Group

## Återupptagen bevakning efter genomförd obligationsemission

### Återupptagen bevakning efter obligationsemission

Vi återupptar vår bevakning av Sensys Gatso Group med ett oförändrat motiverat värde på 80,0-100 kr per aktie efter den genomförda obligationsemissionen. Även våra prognoser är oförändrade.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	80,0 - 100 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	624	732	1 054	1 153	Aktiekurs	67,5 kr
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	26%	17%	44%	9%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	85	105	158	179	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	39	61	106	127		
Q3 - rapport	15 november 2024			EPS, just.	1,3	3,6	6,7	8,1	<b>Intressekonflikter</b>	
Q4 - rapport	28 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	-28%	186%	88%	20%		<b>Yes</b> <b>No</b>
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	55,2	58,7	65,5	73,6	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	12m			EBIT-marg. just.	6,3%	8,3%	10,1%	11,0%	Certified adviser	✓
Börsvärde	778			ROE, just.	2,3%	6,3%	10,9%	11,7%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	148			ROCE, just.	5,3%	7,4%	11,9%	12,9%		
EV	926			EV/Sales	1,6x	1,3x	0,9x	0,8x		
Free float	82%			EV/EBITDA	11,5x	8,8x	5,9x	5,2x		
Daglig handelsvolym, snitt	16k			EV/EBIT	25,1x	15,3x	8,7x	7,3x		
Bloomberg Ticker	SENS SS EQUITY			P/E, just.	57,8x	18,8x	10,0x	8,3x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x		
Örjan Rödén				FCF yield	Neg.	Neg.	3%	9%		
orjan.roden@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	1,3x	1,4x	0,7x	0,3x		

## Investment case

### Högre andel återkommande intäkter

Sensys Gatso satsar på en ökad andel återkommande intäkter från TRaaS (traffic enforcement as a service), vilket innebär mer stabilitet i intäkterna. Bolagets mål är att TRaaS ska utgöra över 60% av omsättningen år 2025. Vi bedömer att bolagets mål kommer att uppfyllas, och att den årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20% de närmaste fem åren.

### TRaaS – en framtida intäktskälla för den offentliga sektorn

TRaaS innebär ökade intäkter för offentliga verksamheter. Detta utan att de behöver satsa kapital eller ta på sig löpande kostnader för drift. Sensys Gatso tar på sig hela drifts- och investeringsansvaret och delar intäkterna med kunden. Därmed kommer TRaaS att stötta ökade offentliga utgifter hos kunden, samtidigt som kostnader för trafikskador och mortalitet minskar.

### Ökad geografisk närvaro

Sensys Gatso växer med en stor geografisk bredd, bland annat i både Nord- och Sydamerika samt Mellanöstern. Behovet av trafikövervakning på dessa marknader är utbrett. Samtidigt finns där en stor öppenhet för TRaaS-modellen jämfört med t.ex. Skandinavien. Detta möjliggör en högre andel TRaaS-intäkter över tid. Framför allt är potentialen i USA väsentlig.

### Högt teknikinnehåll bidrar till högre värdeskapande

På ytan framstår Sensys Gatso som ett bolag med lågt teknikinnehåll; trafikkameror är per definition ingen avancerad teknik. Under ytan växer dock teknikinnehållet då kringtjänster runt själva övervakningen ökar. Detta borgar för högre lönsamhet och jämnare försäljning i framtiden.

### Fokus på trafiksäkerhet, bättre miljö och lägre energiförbrukning skapar goda förutsättningar för tillväxt

Samhällets strävan efter en mer hållbar utveckling skapar goda förutsättningar för framtida efterfrågan. De starkaste drivkrafterna är fokus på bättre trafiksäkerhet, som räddar liv och minskar skador och som förutom minskat lidande sparar stora samhällsresurser. Förutom det nyss sagda leder även lägre hastigheter, som är resultatet av trafikövervakning, till lägre utsläpp, vilket är positivt för miljö och hälsa, samt till lägre energiförbrukning.

## Bolagsprofil

Sensys Gatso är en sammanslagning från 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Bolaget säljer produkter och tjänster inom trafiksäkerhet till olika offentliga aktörer. Exempel på produkter är hastighetskameror och trafikljus. Sensys Gatso har även utvecklat mjukvara som gör att hela processen för bötfällning vid trafiköverträdelse kan automatiseras. Ett vanligt exempel är en fartkamera som fotograferar en fortkörare, ägaren till fordonet identifieras med hjälp av Sensys Gatsos mjukvara och systemet skickar sedan ut böter till denne. Sensys Gatso kan även hantera den ekonomiska delen av bötesprocessen.

## Värdering

Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF-modell med en WACC på 12%, en uthållig rörelsemarginal på 13% och en långsiktig tillväxt på 3%. Detta ger ett DCF-värde om 84 kr/aktie. Vi bedömer att bolaget kommer att nå sin målsättning för 2025 samt fortsätta växa därefter. En högre andel intäkter från mjukvara i allmänhet och TRaaS i synnerhet borgar för långsiktigt högre marginaler relativt historiken.

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>406</b>	<b>455</b>	<b>507</b>	<b>495</b>	<b>624</b>	<b>732</b>	<b>1 054</b>	<b>1 153</b>
Kostnad sålda varor	-208	-244	-274	-270	-371	-436	-627	-686
<b>Bruttoresultat</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>233</b>	<b>225</b>	<b>253</b>	<b>297</b>	<b>427</b>	<b>467</b>
Övriga rörelsekostnader	-169	-151	-150	-152	-167	-192	-269	-288
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>158</b>	<b>179</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>158</b>	<b>179</b>
Avskrivningar	-53	-49	-38	-43	-46	-44	-52	-52
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>61</b>	<b>106</b>	<b>127</b>
<b>EBIT</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>61</b>	<b>106</b>	<b>127</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>61</b>	<b>106</b>	<b>127</b>
Finansnetto	-3	-8	1	2	-15	-5	-5	-5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-28</b>	<b>2</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>56</b>	<b>101</b>	<b>122</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-28</b>	<b>2</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>56</b>	<b>101</b>	<b>122</b>
Total skatt	12	1	-12	-13	-10	-14	-23	-28
<b>Nettoresultat</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>41</b>	<b>78</b>	<b>94</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>41</b>	<b>78</b>	<b>94</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	12%	11%	-2%	26%	17%	44%	9%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	6,3%	8,3%	10,1%	11,0%
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	1,26	3,60	6,75	8,12
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	-43%	-28%	186%	88%	20%

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-24	11	46	31	39	61	106	127
Övriga kassaflödesposter	56	47	24	30	45	32	35	33
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-61	64	-103	-43	-41	-12
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>126</b>	<b>-18</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>147</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-41	-19	-24	-19	-83	-50	-50	-50
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-14	-18	-26	-20	-35	-25	-25
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-45</b>	<b>-33</b>	<b>-42</b>	<b>-45</b>	<b>-103</b>	<b>-85</b>	<b>-75</b>	<b>-75</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-49</b>	<b>-18</b>	<b>-33</b>	<b>81</b>	<b>-121</b>	<b>-35</b>	<b>25</b>	<b>72</b>
Nyemission / återköp	0	71	0	0	0	0	0	0
Övriga poster	24	2	-4	-55	71	20	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>24</b>	<b>73</b>	<b>-4</b>	<b>-55</b>	<b>71</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-25</b>	<b>55</b>	<b>-36</b>	<b>25</b>	<b>-50</b>	<b>-15</b>	<b>25</b>	<b>72</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>77</b>	<b>10</b>	<b>44</b>	<b>-24</b>	<b>109</b>	<b>144</b>	<b>118</b>	<b>46</b>

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	257	242	251	277	273	273	273	273
Övriga immateriella tillgångar	53	47	57	69	88	101	100	99
Materiella anläggningstillgångar	101	86	92	105	128	156	180	204
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	9	9	9	9
Övriga anläggningstillgångar	45	40	36	40	35	28	17	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>457</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>491</b>	<b>533</b>	<b>567</b>	<b>579</b>	<b>588</b>
Varulager	87	127	97	85	100	117	158	196
Kundfordringar	75	68	141	67	182	212	211	231
Övriga omsättningstillgångar	35	47	51	85	99	117	169	184
Likvida medel och kortfristiga placeringar	52	108	72	100	49	33	59	131
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>361</b>	<b>337</b>	<b>430</b>	<b>480</b>	<b>596</b>	<b>742</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>964</b>	<b>1 048</b>	<b>1 175</b>	<b>1 330</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	450	517	561	626	636	677	755	849
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>449</b>	<b>515</b>	<b>562</b>	<b>626</b>	<b>636</b>	<b>677</b>	<b>755</b>	<b>849</b>
Långfristiga räntebärande skulder	39	37	44	44	71	71	71	71
Långfristiga leasingkulder	23	19	14	12	12	12	12	12
Övriga långfristiga skulder	14	9	7	19	20	20	20	20
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>103</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	57	53	50	9	64	84	84	84
Leverantörsskulder	47	62	37	20	55	73	105	115
Kortfristiga leasingkulder	10	9	9	10	10	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	66	63	75	87	96	100	117	169
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>170</b>	<b>127</b>	<b>225</b>	<b>267</b>	<b>317</b>	<b>378</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>964</b>	<b>1 048</b>	<b>1 175</b>	<b>1 330</b>

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	12%	11%	-2%	26%	17%	44%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	108%	40%	-12%	16%	23%	51%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	324%	-33%	27%	55%	75%	19%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	-43%	-28%	186%	88%	20%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
EBITDA-marginal	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	13,7%	14,3%	15,0%	15,5%
EBITDA-marginal, justerad	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	13,7%	14,3%	15,0%	15,5%
EBIT-marginal	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	6,3%	8,3%	10,1%	11,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	6,3%	8,3%	10,1%	11,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,9%	6,9%	4,0%	2,3%	5,7%	7,4%	8,1%

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	2%	6%	11%	12%
ROCE, justerad	Neg.	2%	7%	4%	5%	7%	12%	13%
ROIC, justerad	Neg.	2%	8%	5%	6%	8%	13%	14%

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	21%	28%	19%	17%	16%	16%	15%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	19%	15%	28%	14%	29%	29%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	23%	26%	14%	8%	15%	17%	17%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	48%	47%	40%	30%	42%	43%	35%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	26%	35%	26%	37%	37%	30%	28%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x	0,9x	1,1x	1,1x

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	77	10	44	-24	109	144	118	46
Soliditet	64%	67%	70%	76%	66%	65%	64%	64%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,0x	0,1x	0,0x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,7x	0,2x	0,5x	-0,3x	1,3x	1,4x	0,7x	0,3x

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,41	0,36	3,04	1,74	1,26	3,60	6,75	8,12
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	1,26	3,60	6,75	8,12
FCF per aktie	-4,53	-1,60	-2,85	6,99	-10,5	-3,06	2,20	6,28
Eget kapital per aktie	41,8	46,8	48,8	54,4	55,2	58,7	65,5	73,6
Antal aktier vid årets slut, m	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

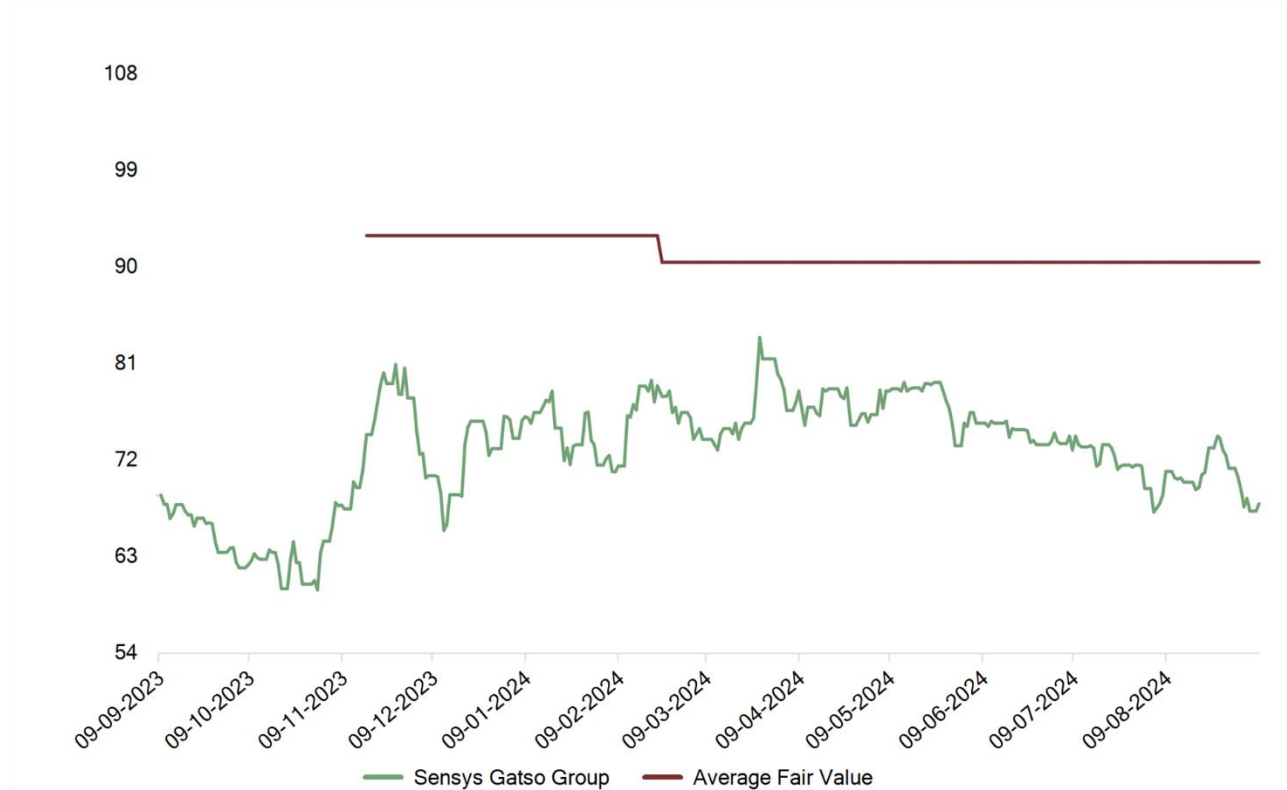
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	100x	25,2x	45,9x	57,8x	18,8x	10,0x	8,3x
P/EK	2,6x	2,9x	1,6x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	11,4x	Neg.	Neg.	30,6x	10,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	9%	Neg.	Neg.	3%	9%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,1x	3,3x	1,8x	1,8x	1,6x	1,3x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	43,6x	24,9x	11,1x	12,2x	11,7x	8,8x	5,9x	5,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	100x	20,2x	29,0x	25,3x	15,3x	8,7x	7,3x
EV	1 245	1 480	925	895	996	926	926	926
Aktiekurs	109	134	76,5	79,8	72,6	67,5	67,5	67,5

Källa: Sensys Gatso Group, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Sensys Gatso Group (SENS SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95