



Penser Access by Carnegie  
IT-tjänster | Sverige | 24 oktober 2024

# CAG Group

## Stabil omsättning och stigande marginal – Q3-review

### Underliggande verksamhet växte med 0,4%

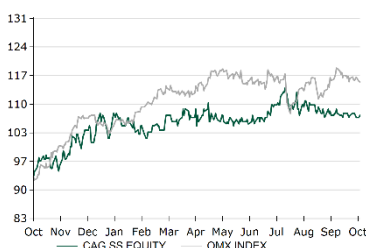
CAG fortsätter att uppvisa en stabil utveckling under ett säsongsmässigt svagt kvartal i en fortsatt osäker marknad. Q3'24 innehöll en extra arbetsdag jämfört med föregående år, vilket påverkade både omsättning och marginal positivt. Totalt steg omsättningen med 0,3% y/y. CAG:s underliggande omsättningstillväxt, justerat för intäkter från underkonsulter och den extra arbetsdagen, steg med 0,4%. EBITA-marginalen nådde för att vara Q3 rekordhöga 7,1% (6,1), delvis tack vare den extra arbetsdagen. Försvars- samt Bank&Finans-segmenten, som tillsammans står för 56% av omsättningen YTD, fortsatte att visa god efterfrågan, medan den övriga offentliga sektorn förblir mer avvaktande.

### Marknaden efterfrågar CAG:s kompetens

CAG är det första av de svenska IT-konsultbolagen att rapportera, vilket innebär att vi ännu inte kan jämföra utvecklingen med liknande företags utveckling. Genom att följa marknadsutvecklingen i andra medier kan vi konstatera att flera andra aktörer i branschen bekräftar CAG:s syn på marknaden. Det rapporteras om att fler projekt startar upp, vilket ökar efterfrågan på IT-projektledare, IT-managementroller och IT-chefer. De kompetenser med högst efterfrågan finns inom Machine Learning, AI och cybersäkerhet. För CAG bekräftas detta genom en ökad efterfrågan inom Bank&Finans-sektorn, där bland annat DORA-regelverket skärper kraven på cybersäkerhet. Vi gör inga större förändringar som följd av kvartalets utveckling, eftersom den var i linje med våra förväntningar.

### Behåller vårt motiverade värde

Enligt arbetsdagarperår.se kommer Q4'24 att innehålla en arbetsdag mer än föregående år, men eftersom julen ligger fördelaktigt för arbetstagarna förväntar vi oss inte en lika stor effekt som under andra kvartal. I kombination med en förbättrad marknad för IT-konsulter förväntar vi oss en omsättningstillväxt på 2,4% under fjärde kvartalet. Eftersom CAG amorterade av en stor del av skulden under det tredje kvartalet, räknar vi även med att de finansiella kostnaderna kommer att minska framgent. Då vi inte gör några större förändringar i våra prognoser, bibehåller vi vårt motiverade värde på 100–115 kr per aktie.

| Estimatändring             |       |               |       | Prognos (mkr)       |       |       |       | Värde och risk |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
|----------------------------|-------|---------------|-------|---------------------|-------|-------|-------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--|-----|----|-------------------|---|--|-------------------|---|--|-------------------|--|---|
|                            | 24e   | 25e           | 26e   |                     | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e          | Motiverat värde                                                                                                                                                                                                                                          | 100 - 115 kr |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Totala intäkter            | -0,6% | -0,5%         | -0,5% | Totala intäkter     | 894   | 898   | 925   | 972            | Aktiekurs                                                                                                                                                                                                                                                | 109 kr       |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| EBITDA, just.              | -2,3% | -2,1%         | -1,2% | Tillväxt            | 12%   | 1%    | 3%    | 5%             | Riskenivå                                                                                                                                                                                                                                                | Medel        |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| EPS, just.                 | -3,6% | -1,4%         | -0,7% | EBITDA, just.       | 104   | 101   | 110   | 120            | <div>Kursutveckling 12 mån</div>                                                                                                                                    |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Kommande händelser         |       |               |       | EBIT, just.         | 74    | 70    | 79    | 88             |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Q4 - rapport               |       |               |       | EPS, just.          | 7,5   | 7,1   | 8,3   | 9,2            |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
|                            |       |               |       | EPS-tillväxt, just. | 7%    | -5%   | 16%   | 12%            |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
|                            |       |               |       | EK/aktie            | 41,7  | 44,9  | 49,1  | 54,1           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
|                            |       |               |       | Utdelning per aktie | 3,9   | 4,0   | 4,3   | 4,6            |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Bolagsfakta (mkr)          |       |               |       | EBIT-marginal       | 8,2%  | 7,8%  | 8,5%  | 9,0%           | <div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table> |              |  | Yes | No | Likviditetsgarant | ✓ |  | Certified adviser | ✓ |  | Transaktioner 12m |  | ✓ |
|                            | Yes   | No            |       |                     |       |       |       |                |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Likviditetsgarant          | ✓     |               |       |                     |       |       |       |                |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Certified adviser          | ✓     |               |       |                     |       |       |       |                |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Transaktioner 12m          |       | ✓             |       |                     |       |       |       |                |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Antal aktier               |       | 7,2m          |       | ROE, just.          | 18,9% | 16,5% | 17,6% | 17,9%          |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Börsvärde                  |       | 778           |       | ROCE, just.         | 19,5% | 18,5% | 20,2% | 20,7%          |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Nettoskuld                 |       | -23           |       | EV/Sales            | 0,8x  | 0,8x  | 0,8x  | 0,8x           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| EV                         |       | 755           |       | EV/EBITDA           | 6,9x  | 7,5x  | 6,8x  | 6,3x           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Free float                 |       | 60%           |       | EV/EBIT             | 9,7x  | 10,8x | 9,6x  | 8,6x           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Daglig handelsvolym, snitt |       | 1k            |       | P/E, just.          | 13,4x | 15,2x | 13,1x | 11,7x          |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Bloomberg Ticker           |       | CAG SS EQUITY |       | P/EK                | 2,4x  | 2,4x  | 2,2x  | 2,0x           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Analytiker                 |       |               |       | Direktavkastning    | 3,9%  | 3,7%  | 4,0%  | 4,2%           |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| Hugo Lisjo                 |       |               |       | FCF yield           | 9%    | 9%    | 10%   | 11%            |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |
| hugo.lisjo@carnegie.se     |       |               |       | Nettoskuld/EBITDA   | -0,1x | -0,4x | -0,6x | -0,8x          |                                                                                                                                                                                                                                                          |              |  |     |    |                   |   |  |                   |   |  |                   |  |   |

## Investment case

**Digitaliseringsbehov i offentlig sektor ger stabil tillväxt.** IT-konsultsektorn är ett attraktivt sätt att få exponering mot den ökande digitaliseringen i samhället. CAG arbetar främst med offentlig sektor (~50% av omsättningen, varav Försvar ~30%) och Bank&Finans inom privat sektor (~22% av omsättningen), vilket är två kundgrupper med stora behov av såväl digitalisering som automatisering. Vi bedömer att den strukturella tillväxten kommer vara hög under lång tid framöver p.g.a. allt större krav på besparingar, effektiviseringar och regelefterlevnad samt på uppbygganden av förmåga och kapacitet inom försvarssektorn.

**Specialisering betyder nöjdare medarbetare och bättre konkurrenskraft.** CAG har en struktur med självständiga specialiserade dotterbolag, vilket i våra ögon främjar en kompetensdriven kultur där konsulten sätts i första rummet, något som i sin tur skapar förutsättningar för lägre personalomsättning än i större, integrerade koncerner. Därtill betyder specialiseringen att dotterbolagen kan fokusera på att vara i framkant inom sina respektive nischer och därigenom skapa sig konkurrensfördelar.

**Kapitallätt affärsmodell.** Bolaget har likt andra IT-konsulter en kapitallätt affärsmodell, vilket betyder hög kassagenerering och möjlighet till god direktavkastning eller värdeskapande förvärv.

**Potential till högre marginal på sikt.** Under 2023 uppgick CAG:s justerade EBITA-marginal till 9,2% och bolaget har som mål att 2025 uppnå en marginal om 10%. Vi anser det vara möjligt för CAG att nå detta, även om vi räknar med att det dröjer till 2026. Anledningen är den svagare marknaden under främst 2024. Historiskt har bolaget under flera enskilda kvartal uppvisat en EBITA-marginal över 10%. Ytterligare skalfördelar och förvärv anser vi vara det som tydligast driver fortsatt marginalexpansion.

## Bolagsbeskrivning

CAG är en IT-konsult med specialistkompetens inom ett antal intressanta vertikaler. 50% av intäkterna kommer från offentlig sektor, varav ~30% inom försvarssektorn, vilket ger en hög visibilitet i intjäningen och goda tillväxtmöjligheter, då såväl myndigheter som kommuner har stora digitaliseringsbehov framöver. Bolaget har därtill en stor nettokassa att använda till förvärv, vilket kan driva vinsttillväxten ytterligare. Vi anser att CAG har en konkurrensfördel avseende förvärv, då man arbetar med en decentraliserad organisation som det är attraktivt för medarbetare i förvärvade bolag att stanna i.

## Värdering

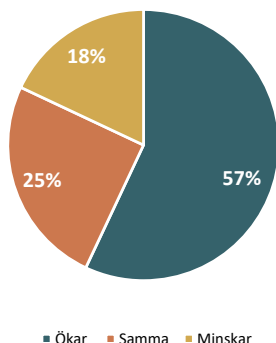
Vi värderar CAG med en kombination av multipel- och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 100–115 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

## Kvartalet i korthet

### IT-budgetarna förväntas öka under 2025

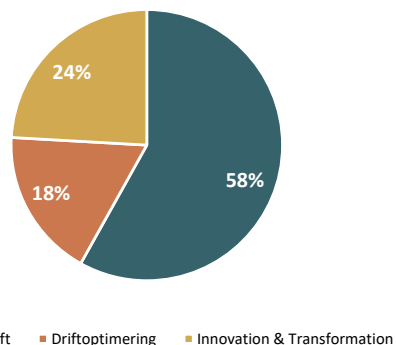
I en ny rapport från Radar, baserad på både kvantitativa data och intervjuer med kunder, leverantörer och branschaktörer, förväntar sig 57 % av de svarande att IT-budgetarna kommer att öka under 2025 jämfört med 2024. Den absolut största delen av budgetarna förväntas gå till löpande drift, följt av innovation och transformation samt driftoptimering. Eftersom CAG erbjuder tjänster inom alla dessa områden ser vi positivt på bolagets utsikter inför 2025.

#### Förändring av IT-budget för 2025 i jämförelse med 2024



Källa: Radar

#### Strategisk fördelning av IT-kostnader

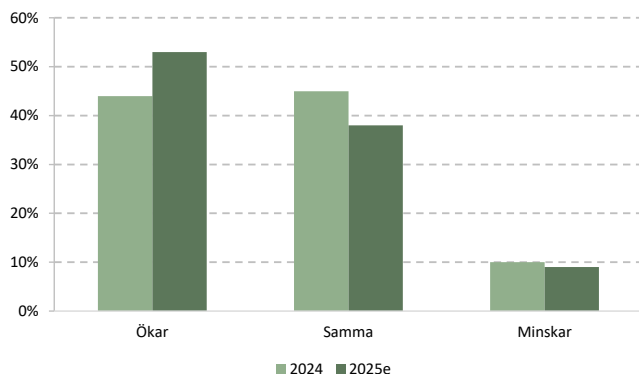


Källa: Radar

Det som talar för fortsatta prishöjningar är att en ökande andel av de tillfrågade förväntar sig att IT-projektkostnaderna kommer att stiga. Detta beror delvis på ökade kostnader för produkter och system, men det tyder också på en bredare acceptans för stigande priser. Det som däremot är oroande är att konsultavtal ofta är det första som företag väljer att skära ned på när de ska minska sina kostnader, medan cybersäkerhet är det sista de drar in på. Detta indikerar att IT-konsulter måste specialisera sig inom särskilda områden, såsom att hjälpa sina kunder stärka sitt cyberförsvar eller erbjuda nya innovativa lösningar för att effektivisera kundernas verksamheter.

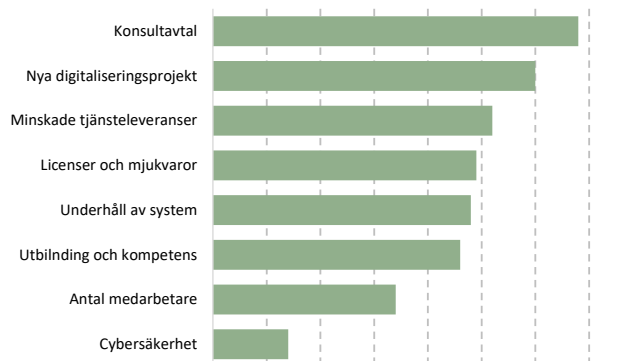
Denna utveckling stämmer väl överens med vad CAG har rapporterat, där de sett en tuffare marknad inom systemutveckling, men ökad efterfrågan på PEN-tester och cybersäkerhetstjänster. Nya direktiv som DORA och NIS2 bidrar till att driva fokus och efterfrågan på dessa tjänster. Vi anser att det är viktigt för CAG att fortsätta stärka sin kompetens inom dessa områden samt att ligga i framkant när det kommer till att implementera AI-lösningar hos sina kunder för att öka effektiviteten.

#### Kostnadsnivå för IT-avdelningens projekt



Källa: Radar

#### Rangordning och prioritering vid minskning av kostnader



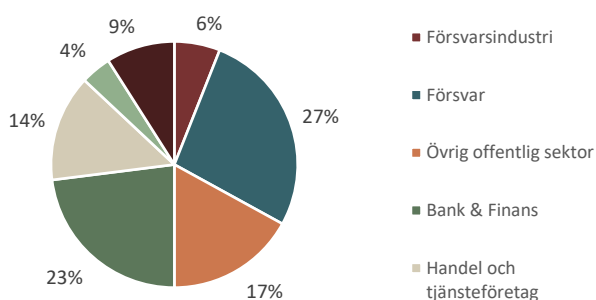
Källa: Radar

## Fortsatt hög efterfrågan inom Försvar och Bank & Finans

Som vi förväntade oss fortsätter Försvars- samt Bank- och Finanssektorerna att presterar starkt. Exempelvis tilldelades CAG nya projekt av FMV inom ledningsförmåga och militär sjukvård, samt ytterligare uppdrag från BAE Systems Hägglunds. Försvarsinvesteringarna kommer att fortsätta öka de kommande åren, med ett skifte från att huvudsakligen gälla ammunition och vapensystem till att fokusera på andra kritiska områden som infrastruktur, träning och underhåll. Därför förväntar vi oss att CAG:s åtaganden gentemot FMV gradvis kommer att öka.

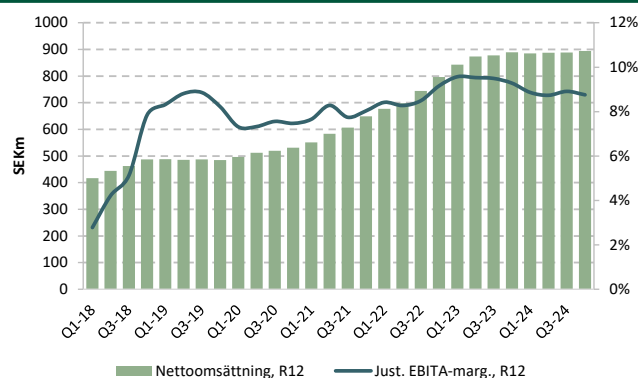
Med det sagt ser vi fortsatt hög efterfrågan från försvarsindustrin, där orderböckerna är fyllda och ska levereras, samtidigt som vi förväntar oss att orderingången kommer att fortsatt vara god i och med att budgetarna fortsätter att expandera kommande år.

### Som väntat Försvar och Bank & Finans starkast



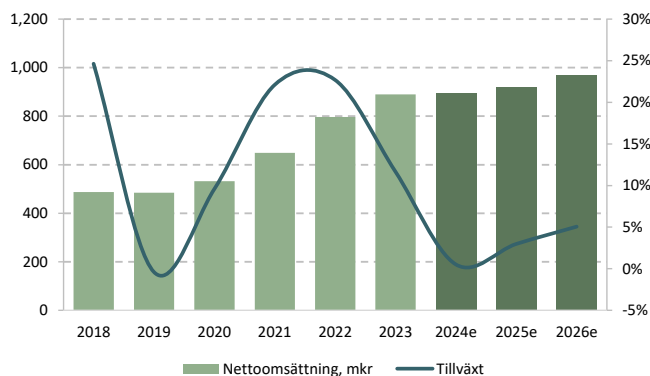
Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Omsättningen är stabil trots en avvaktande marknad



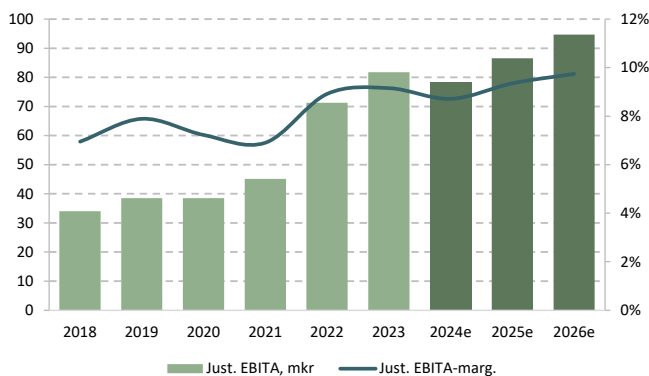
Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Vi räknar inte med förvärv i våra prognoser, men förväntar oss att det kommer att ske något under 2025



Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Den avvaktande marknaden under 2024 bromsar marginalutvecklingen för innevarande år



Källa: CAG, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Vi gör inga större förändringar som en följd av kvartalets utveckling, då resultaten i stort var i linje med våra förväntningar. Den största avvikelsen var att bolaget amorterade mer än vi förväntat oss, vilket kommer att minska de framtida finansiella kostnaderna.

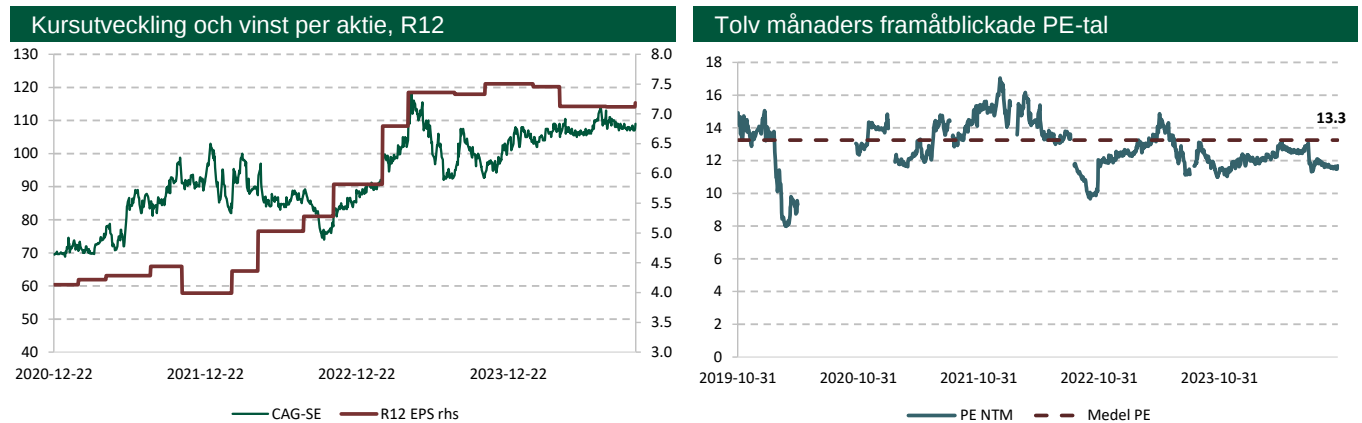
| SEKm                                     | Nya prognoser |             |             |             | Gamla prognoser |             |             | Förändring (%) |                |                |
|------------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|----------------|----------------|----------------|
|                                          | 2023          | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2024e           | 2025e       | 2026e       | 2024e          | 2025e          | 2026e          |
| Nettoomsättning                          | 890           | 894         | 921         | 968         | 900             | 925         | 972         | -1%            | 0%             | 0%             |
| Personalkostnader                        | -433          | -451        | -464        | -488        | -453            | -467        | -491        | -1%            | -1%            | -1%            |
| Kostnader för utförda tjänster           | -231          | -228        | -226        | -232        | -229            | -228        | -233        | 0%             | 0%             | 0%             |
| Admin                                    | -48           | -50         | -52         | -54         | -50             | -52         | -55         | -1%            | -1%            | -1%            |
| Övriga externa kostnader                 | -78           | -69         | -73         | -78         | -68             | -71         | -77         | 1%             | 3%             | 1%             |
| Totala av-/nedskrivningar                | -30           | -31         | -32         | -32         | -32             | -33         | -33         | -3%            | -5%            | -3%            |
| <b>EBITA, justerad</b>                   | <b>74</b>     | <b>70</b>   | <b>79</b>   | <b>88</b>   | <b>72</b>       | <b>80</b>   | <b>89</b>   | <b>-3%</b>     | <b>-2%</b>     | <b>-2%</b>     |
| <b>EBITA-marg.</b>                       | <b>8.3%</b>   | <b>7.8%</b> | <b>8.5%</b> | <b>9.0%</b> | <b>8.0%</b>     | <b>8.7%</b> | <b>9.1%</b> | <b>-0.2 pp</b> | <b>-0.2 pp</b> | <b>-0.1 pp</b> |
| Finansiellt netto                        | -4            | -4          | -2          | -2          | -3              | -3          | -3          | 18%            | -31%           | -32%           |
| Inkomstskatt                             | -16           | -15         | -17         | -20         | -16             | -18         | -20         | -4%            | -1%            | -1%            |
| <b>Periodens nettoresultat, justerad</b> | <b>54</b>     | <b>51</b>   | <b>59</b>   | <b>66</b>   | <b>53</b>       | <b>60</b>   | <b>67</b>   | <b>-4%</b>     | <b>-1%</b>     | <b>-1%</b>     |

Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. Då förändringarna vi gjort är så pass små är värdet i vår kassaflödesvärdering oförändrat. I multipelvärderingen jämför vi 2025 års vinst med snittet på det tolv månader framåtblickande PE-talet. Kassaflödesvärderingen värderar CAG till 103 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 110 kr. Vi behåller därmed vårt motiverade på 100-115 kr per aktie.

I diagrammet "Kursutveckling och vinst per aktie, rullande 12m" syns hur priset har följt utvecklingen av vinst per aktie relativt väl. I diagrammet "Tolv månaders framåtblickande PE-tal" syns hur CAG historiskt varit värderat med ett medelvärde på 13,3x. Värderingen är i dagsläget under detta.



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi väljer att värdera CAG på 2025 års vinst per aktie, 8,3 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,3x. Det indikerar ett motiverat värde om 110 kr per aktie. En PE-multipel på 13,3x sticker inte ut, utan är normalt inom branschen.

### Känslighetstabell

|         |      | Vinst per aktie, 2025 |     |     |     |     |
|---------|------|-----------------------|-----|-----|-----|-----|
|         |      | 6.6                   | 7.4 | 8.3 | 9.1 | 9.9 |
| PE, NTM | 11.3 | 74                    | 84  | 93  | 102 | 112 |
|         | 12.3 | 81                    | 91  | 101 | 112 | 122 |
|         | 13.3 | 88                    | 99  | 110 | 121 | 132 |
|         | 14.3 | 94                    | 106 | 118 | 130 | 142 |
|         | 15.3 | 101                   | 114 | 126 | 139 | 151 |

Källa: Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 103 kr per aktie.

| Valuation output                          |  |  |  | WACC assumptions |                             | Sensitivity analysis |                            |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|-------------------------------------------|--|--|--|------------------|-----------------------------|----------------------|----------------------------|--|-----------------------|----|------|-----|------|-----|-------|--|-------|--|
| Sum of PV of FCF (explicit period)        |  |  |  | 414              | Risk free nominal rate      |                      |                            |  | Long-term growth rate |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| PV of terminal value (perpetuity formula) |  |  |  | 307              | Risk premium                |                      | 5.5%                       |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Enterprise value                          |  |  |  | 721              | Extra risk premium          |                      | 3.6%                       |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Latest net debt                           |  |  |  | -16              | Beta                        |                      | 1.0                        |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Minority interests & other                |  |  |  | 0                | Cost of equity              |                      | 11.6%                      |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Equity value                              |  |  |  | 737              | Cost of debt (pre-tax)      |                      | 0.0%                       |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| No. of shares outstanding (millions)      |  |  |  | 7.2              | Tax rate                    |                      | 21%                        |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Equity value per share (SEK)              |  |  |  | 103              | Target debt/(debt + equity) |                      | 0%                         |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  | WACC                        |                      | 11.6%                      |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| Implicit multipl.                         |  |  |  | 2023             | 2024                        | 2025                 | Terminal value assumptions |  |                       |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| EV/Sales                                  |  |  |  | 0.8              | 0.8                         | 0.8                  | Long term growth rate      |  | 3.0%                  |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| EV/EBITDA                                 |  |  |  | 6.9              | 7.1                         | 6.9                  | Long term EBIT margin      |  | 9.0%                  |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| EV/EBIT                                   |  |  |  | 9.8              | 10.3                        | 10.1                 | Depreciation (% of sales)  |  | 4.9%                  |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
| EV/NOPLAT                                 |  |  |  | 12.3             | 13.0                        | 12.7                 | Capex (% of sales)         |  | 5.3%                  |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      | Working cap. (% of sales)  |  | 4.5%                  |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      | Tax rate                   |  | 21%                   |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | Long-term EBIT margin |    |      |     |      |     |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 4.0%                  |    | 6.5% |     | 9.0% |     | 11.5% |  | 14.0% |  |
| WACC                                      |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 10.6%                 | 70 | 92   | 115 | 137  | 159 |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 11.1%                 | 67 | 88   | 108 | 129  | 150 |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 11.6%                 | 65 | 84   | 103 | 122  | 141 |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 12.1%                 | 63 | 80   | 98  | 116  | 133 |       |  |       |  |
|                                           |  |  |  |                  |                             |                      |                            |  | 12.6%                 | 61 | 77   | 94  | 110  | 127 |       |  |       |  |

| Resultaträkning                       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
| <b>Nettoomsättning</b>                | <b>487</b> | <b>485</b> | <b>532</b> | <b>649</b> | <b>797</b> | <b>890</b> | <b>894</b> | <b>921</b> | <b>968</b> |
| Övriga rörelseintäkter                | 2          | 3          | 1          | 4          | 3          | 4          | 4          | 4          | 5          |
| <b>Totala intäkter</b>                | <b>489</b> | <b>488</b> | <b>533</b> | <b>653</b> | <b>800</b> | <b>894</b> | <b>898</b> | <b>925</b> | <b>972</b> |
| Kostnad sålda varor                   | -278       | -278       | -290       | -342       | -391       | -433       | -451       | -464       | -488       |
| <b>Bruttoresultat</b>                 | <b>211</b> | <b>210</b> | <b>242</b> | <b>311</b> | <b>409</b> | <b>461</b> | <b>448</b> | <b>461</b> | <b>484</b> |
| Försäljningskostnader                 | -68        | -72        | -106       | -144       | -213       | -231       | -228       | -226       | -232       |
| Administrationskostnader              | -31        | -31        | -32        | -38        | -43        | -48        | -50        | -52        | -54        |
| Övriga rörelsekostnader               | -66        | -46        | -41        | -58        | -59        | -78        | -69        | -73        | -78        |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>46</b>  | <b>61</b>  | <b>63</b>  | <b>71</b>  | <b>94</b>  | <b>104</b> | <b>101</b> | <b>110</b> | <b>120</b> |
| <b>EBITDA, justerad</b>               | <b>46</b>  | <b>61</b>  | <b>63</b>  | <b>71</b>  | <b>94</b>  | <b>104</b> | <b>101</b> | <b>110</b> | <b>120</b> |
| Avskrivningar                         | -13        | -24        | -24        | -26        | -22        | -22        | -23        | -24        | -25        |
| <b>EBITA, justerad</b>                | <b>33</b>  | <b>38</b>  | <b>38</b>  | <b>45</b>  | <b>71</b>  | <b>82</b>  | <b>78</b>  | <b>87</b>  | <b>95</b>  |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | 0          | 0          | -1         | -5         | -7         | -8         | -8         | -8         | -7         |
| <b>EBIT</b>                           | <b>33</b>  | <b>37</b>  | <b>37</b>  | <b>41</b>  | <b>65</b>  | <b>74</b>  | <b>70</b>  | <b>79</b>  | <b>88</b>  |
| <b>EBIT, justerad</b>                 | <b>39</b>  | <b>39</b>  | <b>43</b>  | <b>48</b>  | <b>67</b>  | <b>74</b>  | <b>70</b>  | <b>79</b>  | <b>88</b>  |
| Finansnetto                           | 3          | -2         | -1         | -2         | -3         | -4         | -4         | -2         | -2         |
| <b>Resultat före skatt</b>            | <b>35</b>  | <b>36</b>  | <b>36</b>  | <b>38</b>  | <b>62</b>  | <b>69</b>  | <b>66</b>  | <b>77</b>  | <b>86</b>  |
| <b>Resultat före skatt, justerad</b>  | <b>41</b>  | <b>37</b>  | <b>42</b>  | <b>46</b>  | <b>64</b>  | <b>70</b>  | <b>66</b>  | <b>77</b>  | <b>86</b>  |
| Total skatt                           | -8         | -9         | -8         | -8         | -14        | -16        | -15        | -17        | -20        |
| <b>Nettoresultat</b>                  | <b>27</b>  | <b>27</b>  | <b>28</b>  | <b>30</b>  | <b>48</b>  | <b>53</b>  | <b>51</b>  | <b>59</b>  | <b>66</b>  |
| <b>Nettoresultat, justerad</b>        | <b>33</b>  | <b>28</b>  | <b>34</b>  | <b>37</b>  | <b>50</b>  | <b>54</b>  | <b>51</b>  | <b>59</b>  | <b>66</b>  |
| Omsättningstillväxt                   | Neg.       | 0%         | 9%         | 23%        | 22%        | 12%        | 1%         | 3%         | 5%         |
| Bruttomarginal                        | 43,3%      | 43,4%      | 45,6%      | 47,9%      | 51,3%      | 51,8%      | 50,1%      | 50,1%      | 50,0%      |
| EBIT-marginal, justerad               | 3,0%       | 7,9%       | 8,1%       | 7,3%       | 8,3%       | 8,3%       | 7,8%       | 8,5%       | 9,0%       |
| EPS, justerad                         | 5,87       | 4,35       | 5,15       | 5,47       | 7,04       | 7,52       | 7,13       | 8,27       | 9,25       |
| EPS-tillväxt, justerad                | N.m.       | -26%       | 18%        | 6%         | 29%        | 7%         | -5%        | 16%        | 12%        |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys                                     |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
|-------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
|                                                       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e       |
| EBIT                                                  | 33         | 37         | 37         | 41         | 65         | 74         | 70         | 79         | 88          |
| Övriga kassaflödesposter                              | -3         | 8          | 7          | 10         | 8          | 8          | -10        | 12         | 11          |
| Förändringar i rörelsekapital                         | -2         | 16         | 17         | 2          | 18         | -15        | 14         | 0          | -5          |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>27</b>  | <b>61</b>  | <b>61</b>  | <b>52</b>  | <b>90</b>  | <b>66</b>  | <b>74</b>  | <b>91</b>  | <b>93</b>   |
| Investeringar i anläggningstillgångar                 | -15        | -3         | -2         | -1         | -1         | -4         | -3         | -5         | -5          |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar    | -1         | -2         | -1         | 0          | -1         | 0          | -3         | -6         | -6          |
| <b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>         | <b>-16</b> | <b>-5</b>  | <b>-4</b>  | <b>-1</b>  | <b>-3</b>  | <b>-4</b>  | <b>-6</b>  | <b>-10</b> | <b>-11</b>  |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>12</b>  | <b>56</b>  | <b>58</b>  | <b>51</b>  | <b>88</b>  | <b>62</b>  | <b>67</b>  | <b>81</b>  | <b>83</b>   |
| Förvärv och avyttringar                               | -2         | -9         | -19        | -75        | -53        | -13        | 0          | 0          | 0           |
| Nyemission / återköp                                  | 77         | 5          | 0          | 13         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           |
| Förändring av skulder                                 | 2          | -12        | -8         | 18         | 56         | -29        | -22        | 0          | 0           |
| Utdelningar                                           | -14        | -17        | -19        | -21        | -22        | -26        | -28        | -29        | -31         |
| Övriga poster                                         | -22        | -24        | -19        | -21        | -20        | -18        | -19        | -19        | -20         |
| <b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>        | <b>42</b>  | <b>-56</b> | <b>-65</b> | <b>-87</b> | <b>-39</b> | <b>-85</b> | <b>-69</b> | <b>-48</b> | <b>-51</b>  |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>54</b>  | <b>0</b>   | <b>-8</b>  | <b>-36</b> | <b>48</b>  | <b>-23</b> | <b>-1</b>  | <b>33</b>  | <b>32</b>   |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>-70</b> | <b>-77</b> | <b>-72</b> | <b>-23</b> | <b>-16</b> | <b>-8</b>  | <b>-36</b> | <b>-69</b> | <b>-101</b> |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Balansräkning                              |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|--------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                            | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
| <b>TILLGÅNGAR</b>                          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Goodwill                                   | 74         | 85         | 106        | 163        | 213        | 215        | 215        | 215        | 215        |
| Övriga immateriella tillgångar             | 1          | 5          | 9          | 21         | 30         | 22         | 17         | 15         | 13         |
| Materiella anläggningstillgångar           | 29         | 35         | 40         | 28         | 29         | 43         | 36         | 36         | 36         |
| Finansiella anläggningstillgångar          | 2          | 2          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Andelar i intresseföretag                  | 3          | 3          | 3          | 3          | 3          | 3          | 2          | 2          | 2          |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>         | <b>109</b> | <b>130</b> | <b>160</b> | <b>216</b> | <b>275</b> | <b>284</b> | <b>270</b> | <b>268</b> | <b>266</b> |
| Kundfordringar                             | 100        | 88         | 89         | 126        | 147        | 171        | 169        | 175        | 187        |
| Övriga omsättningstillgångar               | 12         | 16         | 23         | 28         | 34         | 27         | 28         | 29         | 31         |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 124        | 123        | 116        | 81         | 129        | 105        | 104        | 137        | 168        |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>         | <b>235</b> | <b>228</b> | <b>227</b> | <b>236</b> | <b>310</b> | <b>304</b> | <b>301</b> | <b>341</b> | <b>386</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>                    | <b>343</b> | <b>358</b> | <b>387</b> | <b>453</b> | <b>585</b> | <b>588</b> | <b>571</b> | <b>609</b> | <b>652</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Eget kapital                               | 181        | 192        | 206        | 234        | 272        | 299        | 322        | 352        | 388        |
| <b>Summa eget kapital</b>                  | <b>181</b> | <b>192</b> | <b>206</b> | <b>234</b> | <b>272</b> | <b>299</b> | <b>322</b> | <b>352</b> | <b>388</b> |
| Långfristiga räntebärande skulder          | 17         | 10         | 2          | 23         | 59         | 31         | 14         | 14         | 14         |
| Långfristiga leasingskulder                | 18         | 13         | 17         | 10         | 9          | 21         | 13         | 13         | 13         |
| Övriga långfristiga skulder                | 11         | 21         | 33         | 22         | 25         | 26         | 25         | 25         | 25         |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>          | <b>46</b>  | <b>43</b>  | <b>52</b>  | <b>55</b>  | <b>93</b>  | <b>77</b>  | <b>52</b>  | <b>52</b>  | <b>52</b>  |
| Kortfristiga räntebärande skulder          | 12         | 8          | 8          | 12         | 29         | 29         | 24         | 24         | 24         |
| Leverantörsskulder                         | 16         | 21         | 26         | 39         | 51         | 55         | 56         | 59         | 62         |
| Kortfristiga leasingskulder                | 6          | 16         | 17         | 14         | 16         | 17         | 17         | 17         | 17         |
| Övriga kortfristiga skulder                | 82         | 77         | 79         | 99         | 125        | 111        | 101        | 105        | 111        |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>          | <b>116</b> | <b>122</b> | <b>129</b> | <b>164</b> | <b>220</b> | <b>212</b> | <b>198</b> | <b>205</b> | <b>213</b> |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>      | <b>343</b> | <b>358</b> | <b>387</b> | <b>453</b> | <b>585</b> | <b>588</b> | <b>571</b> | <b>609</b> | <b>652</b> |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Tillväxt och marginaler   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                           | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
| Intäkstillväxt            | Neg.  | 0%    | 9%    | 23%   | 22%   | 12%   | 1%    | 3%    | 5%    |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg.  | 35%   | 2%    | 14%   | 32%   | 11%   | -3%   | 9%    | 9%    |
| EBIT-tillväxt, justerad   | Neg.  | 0%    | 12%   | 10%   | 40%   | 11%   | -5%   | 12%   | 12%   |
| EPS-tillväxt, justerad    | N.m.  | -26%  | 18%   | 6%    | 29%   | 7%    | -5%   | 16%   | 12%   |
| Bruttomarginal            | 43,3% | 43,4% | 45,6% | 47,9% | 51,3% | 51,8% | 50,1% | 50,1% | 50,0% |
| EBITDA-marginal           | 9,4%  | 12,6% | 11,8% | 10,9% | 11,8% | 11,7% | 11,3% | 12,0% | 12,4% |
| EBITDA-marginal, justerad | 9,4%  | 12,6% | 11,8% | 10,9% | 11,8% | 11,7% | 11,3% | 12,0% | 12,4% |
| EBIT-marginal             | 6,7%  | 7,7%  | 7,0%  | 6,2%  | 8,1%  | 8,2%  | 7,8%  | 8,5%  | 9,0%  |
| EBIT-marginal, justerad   | 3,0%  | 7,9%  | 8,1%  | 7,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 7,8%  | 8,5%  | 9,0%  |
| Vinst-marginal, justerad  | 6,8%  | 5,9%  | 6,4%  | 5,8%  | 6,3%  | 6,1%  | 5,7%  | 6,4%  | 6,8%  |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Avkastning     |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| ROE, justerad  | Neg. | 15%  | 17%  | 17%  | 20%  | 19%  | 16%   | 18%   | 18%   |
| ROCE, justerad | Neg. | 16%  | 18%  | 18%  | 20%  | 20%  | 19%   | 20%   | 21%   |
| ROIC, justerad | Neg. | 34%  | 35%  | 28%  | 29%  | 27%  | 24%   | 28%   | 31%   |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Kapitaleffektivitet                            |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                                                | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Kundfordringar / totala intäkter               | 20%  | 18%  | 17%  | 19%  | 18%  | 19%  | 19%   | 19%   | 19%   |
| Leverantörsskulder / KSV                       | 6%   | 8%   | 9%   | 11%  | 13%  | 13%  | 12%   | 13%   | 13%   |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 26%  | 29%  | 27%  | 28%  | 31%  | 27%  | 25%   | 25%   | 25%   |
| Rörelsekapital / totala intäkter               | 3%   | 1%   | 1%   | 3%   | 1%   | 4%   | 4%    | 4%    | 5%    |
| Kapitalomsättningshastighet                    | 2,1x | 2,0x | 2,1x | 2,2x | 2,1x | 2,3x | 2,3x  | 2,2x  | 2,1x  |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Finansiell ställning    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                         | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoskuld              | -70   | -77   | -72   | -23   | -16   | -8    | -36   | -69   | -101  |
| Soliditet               | 53%   | 54%   | 53%   | 52%   | 46%   | 51%   | 56%   | 58%   | 59%   |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,4x | -0,4x | -0,3x | -0,1x | -0,1x | 0,0x  | -0,1x | -0,2x | -0,3x |
| Nettoskuld / EBITDA     | -1,5x | -1,3x | -1,1x | -0,3x | -0,2x | -0,1x | -0,4x | -0,6x | -0,8x |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Aktiedata                            |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                                      | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EPS                                  | 4,85 | 4,17 | 4,22 | 4,43 | 6,79 | 7,46 | 7,13  | 8,27  | 9,25  |
| EPS, justerad                        | 5,87 | 4,35 | 5,15 | 5,47 | 7,04 | 7,52 | 7,13  | 8,27  | 9,25  |
| FCF per aktie                        | 2,09 | 8,56 | 8,72 | 7,48 | 12,3 | 8,67 | 9,40  | 11,3  | 11,5  |
| Utdelning per aktie                  | 2,60 | 2,90 | 3,00 | 3,10 | 3,60 | 3,90 | 4,00  | 4,30  | 4,60  |
| Eget kapital per aktie               | 31,1 | 28,1 | 29,6 | 33,4 | 38,3 | 41,7 | 44,9  | 49,1  | 54,1  |
| Antal aktier vid årets slut, m       | 5,82 | 6,85 | 6,95 | 7,00 | 7,11 | 7,17 | 7,17  | 7,17  | 7,17  |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 5,66 | 6,53 | 6,63 | 6,84 | 7,11 | 7,17 | 7,17  | 7,17  | 7,17  |

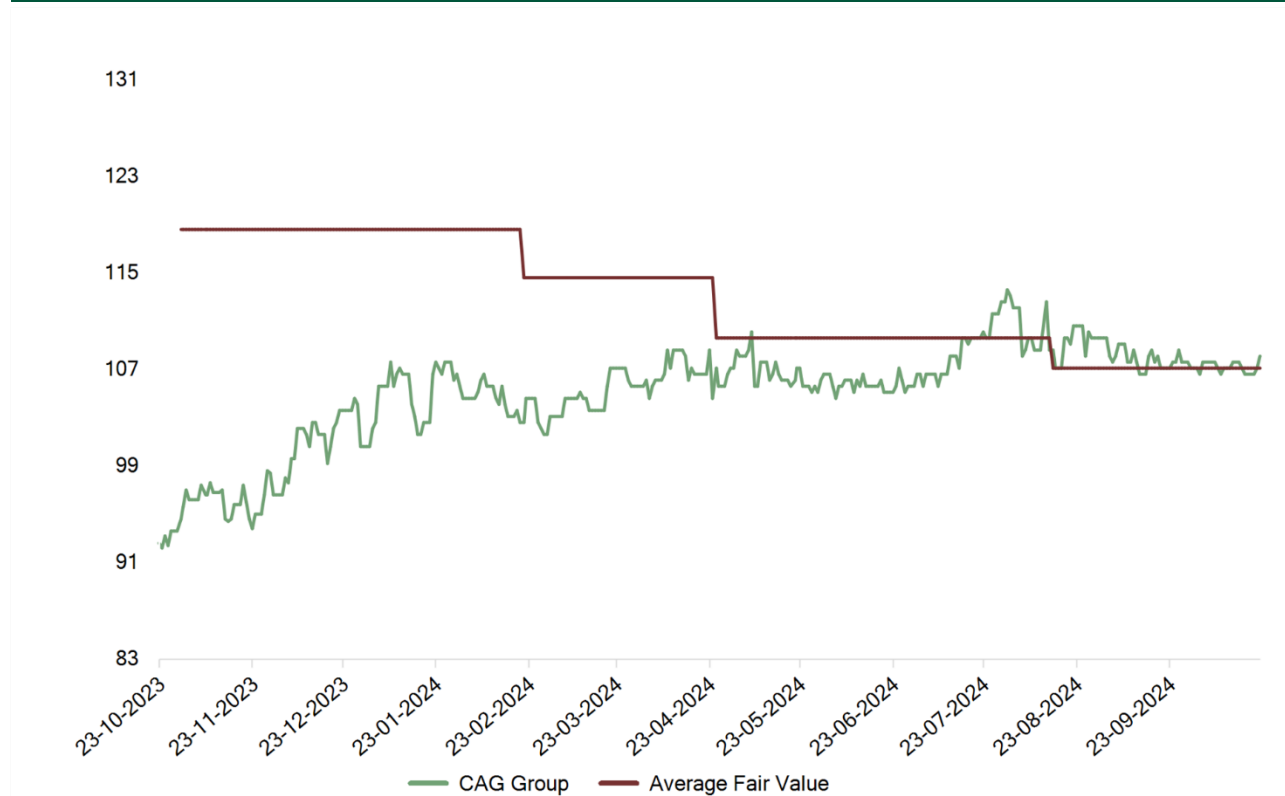
Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

| Värdering                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                           | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
| P/E, justerad             | 11,1x | 15,2x | 13,5x | 17,7x | 12,5x | 13,4x | 15,2x | 13,1x | 11,7x |
| P/EK                      | 2,1x  | 2,4x  | 2,4x  | 2,9x  | 2,3x  | 2,4x  | 2,4x  | 2,2x  | 2,0x  |
| P/FCF                     | 31,3x | 7,7x  | 8,0x  | 13,0x | 7,1x  | 11,6x | 11,5x | 9,6x  | 9,4x  |
| FCF-yield                 | 3%    | 13%   | 13%   | 8%    | 14%   | 9%    | 9%    | 10%   | 11%   |
| Direktavkastning          | 4,0%  | 4,4%  | 4,3%  | 3,2%  | 4,1%  | 3,9%  | 3,7%  | 4,0%  | 4,2%  |
| Utdelningsandel, justerad | 44,3% | 66,7% | 58,3% | 56,7% | 51,1% | 51,9% | 56,1% | 52,0% | 49,7% |
| EV/Sales                  | 0,6x  | 0,8x  | 0,8x  | 1,0x  | 0,8x  | 0,8x  | 0,8x  | 0,8x  | 0,8x  |
| EV/EBITDA, justerad       | 6,8x  | 6,1x  | 6,6x  | 9,2x  | 6,5x  | 6,9x  | 7,5x  | 6,8x  | 6,3x  |
| EV/EBIT, justerad         | 8,0x  | 9,7x  | 9,5x  | 13,8x | 9,2x  | 9,7x  | 10,8x | 9,6x  | 8,6x  |
| EV                        | 309   | 375   | 412   | 656   | 609   | 715   | 755   | 755   | 755   |
| Aktiekurs                 | 65,5  | 66,0  | 69,6  | 97,0  | 88,0  | 101   | 109   | 109   | 109   |

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### CAG Group (CAG 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 analystjänsterna 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 företags 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 intygat, 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