



Penser Access by Carnegie

Energi | Sverige | 22 november 2024

# Niutech Group AB

## Utmanande marknad, men kostnadsbesparingar stöttar

### Lägre efterfrågan och avslutade kontrakt påverkade Q3'24 negativt

Niutech rapporterade rörelseintäkter på 96,5 mkr i Q3'24, vilket innebar en organisk försäljningsminskning proforma på 24%. Rapporterade jämförelsetal går fortsatt inte att använda då bolaget genomförde det stora omvända förvärvet under Q4'23 och jämförelsetalen endast innehåller en mindre del av den nya koncernen. Segmentet sol och energi, som utgör 78% av den nya koncernen i Q3'24, hade en svag start i kvartalet. En säsongsmässigt lägre efterfrågan och senarelagda starter i ett antal kommersiella projekt var de främsta drivkrafterna. Den organiska försäljningsminskningen uppgick till 9% inom energisegmenet. Inom grön digital infrastruktur, resterande del av bolaget, 22%, var den organiska försäljningsminskningen 51%, då bolaget har valt att avsluta ett antal större, olönsamma kundavtal under 2023. EBITDA uppgick till -8,0 mkr, vilket var en försämring från Q2'24, som uppvisade en positiv EBITDA på 3,9 mkr. Kassaflödet förbättrades från -62,4 mkr i H1'24 till endast -5,8 mkr i Q3'24, då bolaget har arbetat med att minska kapitalbindningen. Investeringarna är på fortsatt låga nivåer, 0,4 mkr i kvartalet. Bolaget har även genomfört en riktad nyemission under kvartalet, vilken har inbringat 15,7 mkr.

### Energimarknaden för privatsegmenet är utmanande – kostnadsbesparingsprogram lanserat

Utmaningarna på energimarknaden för privatkunder fortsätter, främst påverkat av minskade statliga subventioner av den så kallade 60-öringen, en skattereduktion för såld soleil från 2026. Bolaget har därför initierat kostnadsbesparingar om 36 mkr på årsbasis med start från Q4'24. Trots kraftigt sänkta intäktsprognoser för alla prognosår är våra EBITDA-prognoser för 2025e och 2026e därför relativt oförändrade. Ett större antal aktier gör däremot att det blir stora förändringar på EPS.

### Bolaget möter utmaningar, men gör rätt åtgärder och bör nå lönsamhet i 2025e

Vår samlade bedömning av rapporten är att bolaget möter utmanande marknadsförutsättningar, där den tidigare stora exponeringen mot privatmarknaden inom solenergi har försämrats kraftigt på grund av högre ränteläge och minskade statliga subventioner. Bolaget sänker nu kostnadsbasen för att hantera detta. Samtidigt växer den kommersiella sidan inom sol och energilagring, och där har bolaget en stark position. Olönsamma kontrakt inom grön digital infrastruktur är avslutade och bolaget har en stark position inom området. Vi sänker vårt motiverade värde på grund av att bolaget har fått fler aktier till 8,3-10,2 (8,8-10,8) per aktie, men bedömer att bolaget står väl rustat i en besvärlig marknadssituation.

Estimatändring	2024e			2025e			2026e		
	24e	25e	26e	24e	25e	26e	24e	25e	26e

Totala intäkter	-12,6%	-27,1%	-22,8%
EBITDA, just.	N.m.	-3,7%	-10,1%
EPS, just.	N.m.	-53,9%	-46,3%

Kommande händelser	
Q4 - rapport	20 februari 2025

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	23m
Börsvärde	86
Nettoskuld	39
EV	124
Free float	63%
Daglig handelsvolym, snitt	11k
Bloomberg Ticker	NIUTECSSEQUITY

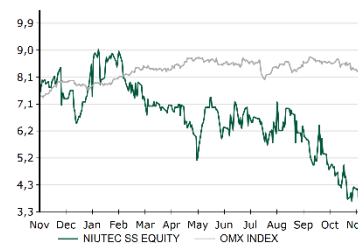
Analytiker	
Örjan Rödén	
orjan.rodén@carnegie.se	

Prognos (mkr)	2023				2024e				2025e				2026e			
	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e

Totala intäkter	289	427	421	463
Tillväxt	94%	48%	-1%	10%
EBITDA, just.	22	-20	31	41
EBIT, just.	12	-38	13	22
EPS, just.	0,7	-1,8	0,3	0,6
EPS-tillväxt, just.	33%	N.m.	N.m.	85%
EK/aktie	6,4	4,5	4,9	5,4
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	4,3%	Neg.	3,1%	4,8%
ROE, just.	9,1%	Neg.	6,7%	11,3%
ROCE, just.	12,0%	Neg.	8,8%	14,1%
EV/Sales	0,6x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	7,2x	Neg.	4,0x	3,0x
EV/EBIT	12,7x	Neg.	9,7x	5,6x
P/E, just.	10,6x	Neg.	12,1x	6,5x
P/EK	1,2x	0,8x	0,8x	0,7x
FCF yield	10%	Neg.	19%	32%
Nettoskuld/EBITDA	0,2x	N.m.	0,2x	-0,5x

Värde och risk	
Motiverat värde	8,3 - 10,2 kr
Aktiekurs	3,8 kr
Riskenivå	Hög

### Kursutveckling 12 mån



### Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**Den svenska kraftmarknaden är i kraftig omstöpning:** Elektrifiering i allmänhet och flera stora industriprojekt i synnerhet kräver stora mängder ny elproduktion och ett bättre balanserat energisystem med hjälp av lagring. Samtidigt påverkas flera kraftgenereringsslag av utbyggnadsproblem och/eller långa ledtider samt lokalt motstånd. Detta gäller främst kärnkraft (långa ledtider) och vindkraft, både havsbaserad (långa ledtider och lokalt motstånd) och landbaserad (lokalt motstånd). För kärnkraft och havsbaserad vindkraft finns det även frågetecken kring den långsiktiga lönsamhetskalkylen, då många kostnadsprognoser har svårt att möta dagens elprisnivåer. Dessutom har det svenska elsystemet stora kapacitetsbrister, som tar lång tid att åtgärda. Solenergi, framför allt tillsammans med batterilagring, är det enda energislag som kan erbjuda en snabb utbyggnad med lokal acceptans och som även stöttar elsystemet med stödtjänster där batterilagring ingår. Dessutom är det en helt förnyelsebar energikälla. Vi bedömer att marknaden för solenergi kommer att växa med 20% och att Niutech kan växa i takt med marknaden fram till och med 2026.

**En vinnare på morgondagens solenergimarknad:** Marknaden för solpanelsinstallatörer är i kraftig förändring. Marknaden mognar i takt med att erbjudandet blir mer standardiserat och lönsamheten pressas, efter en närmast explosiv utveckling under de senaste åren. En simpel installation av solpaneler ersätts av alltmer komplexa energilösningar där solpaneler, energilager, laddning av elfordon och IT-plattformar efterfrågas på marknaden. Niutech, med sitt breda erbjudande inom solenergi och energilager, elinstallationer och annan grön infrastruktur, är i en utmärkt position att bli en trovärdig leverantör av helhetslösningar inom energi med fokus på solpaneler, batterilagring och kommunikationslösningar till privatpersoner och företag. Vi ser framför oss en kraftig konsolidering av marknaden för solpanelsinstallatörer, där Niutech, som noterat bolag och med starka finanser samt en bred ansats mot morgondagens energimarknad, har stora möjligheter att ta del av en sådan marknadskonsolidering. Bolagets flexibla modell, där man inte har produktion av egna produkter, gör att bolaget kan agera snabbfotat när det tekniska landskapet förändras och nya specialiserade aktörer etablerar sig.

**Ny struktur ger goda förutsättningar att bli en viktig aktör i morgondagens infrastrukturmarknad:** I och med samgåendet med Sun4Energy blir "nya" Niutech en väsentligt annorlunda och starkare spelare med högre lönsamhet och fler ben att stå på inom digitala infrastrukturlösningar.

## Bolagsprofil

Niutech Group – listat på NGM Nordic SME – erbjuder nydanande lösningar inom grön digital infrastruktur som accelererar övergången till effektiva och fossilfria energilösningar samtidigt som kostnaderna för kunden sänks. Erbjudandet omfattar lösningar inom digital infrastruktur, solenergi och elinstallation, vilket gör koncernen till en komplett leverantör inom områdena. Samgåendet mellan Sun4Energy och Niutech Group genomfördes i november 2023 och motiverades av synergier som ökad effektivitet och lönsamhet. Tillsammans ska bolagen möta den växande efterfrågan på grön digital infrastruktur och sträva efter en ledande position inom området.

## Värdering

Vi har värderat Niutech med en relativ värderingsmetod. I denna har vi valt att jämföra bolaget med Byggpartner, ett installationsföretag. I grund och botten är Niutech också ett installationsföretag. Visserligen skiljer sig den väsentligt högre tillväxten inom solcellsinstallationer och grön infrastruktur markant från traditionella installationsföretag, men så gör även den skarpere konkurrensen. Byggpartner är även det ett mindre bolag, vilket ökar jämförbarheten. Förutom under perioder av underlönsamhet har Byggpartner handlats på ett P/E-tal på 10x-15x. Vi har valt bort perioder präglade av svag lönsamhet och satt ett tak på P/E 12x i vår beräkning och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016-2022, enligt data från FactSet. Vi har applicerat den multiplern på vinsten för 2026e, justerat för goodwillavskrivningar då bolaget inte rapporterar enligt IFRS, vilket ger en skev bild av nettoresultatet.

Figur 1: Beräkning motiverat värde, nedre del av intervall

Nettovinst 2026e, mkr, ex GW	24
Motiverad P/E- multipel	11,5
Värde 2026e, mkr	272
Övriga justeringar	0
Värde 2026e, mkr	272
WACC	14,0%
Diskonterat värde idag, mkr	209
Aktier, m	22,6
Värde per aktie, kr	9,3
Rabatt/Premium	-10%
<b>Motiverat värde</b>	<b>8,3</b>

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 2: Beräkning motiverat värde, övre del av intervall

Nettovinst 2026e, mkr, ex GW	24
Motiverad P/E- multipel	11,5
Värde 2026e, mkr	272
Övriga justeringar	0
Värde 2026e, mkr	272
WACC	14,0%
Diskonterat värde idag, mkr	209
Aktier, m	22,6
Värde per aktie, kr	9,3
Rabatt/Premium	10%
<b>Motiverat värde</b>	<b>10,2</b>

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 3: Känslighetsanalys motiverat värde

PE	WACC		
	10,0%	14,0%	18,0%
5,5	4,8	4,4	4,1
8,5	7,4	6,8	6,4
11,5	9,9	9,3	8,6
14,5	12,5	11,7	10,9
17,5	15,1	14,1	13,2

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Resultaträkning						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	47	141	287	424	418	459
Övriga rörelseintäkter	1	7	2	2	3	3
<b>Totala intäkter</b>	<b>48</b>	<b>149</b>	<b>289</b>	<b>427</b>	<b>421</b>	<b>463</b>
Kostnad sålda varor	-31	-31	-103	-209	-188	-210
<b>Bruttoresultat</b>	<b>17</b>	<b>118</b>	<b>187</b>	<b>218</b>	<b>233</b>	<b>253</b>
Övriga rörelsekostnader	-17	-105	-165	-238	-202	-212
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>-20</b>	<b>31</b>	<b>41</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>-20</b>	<b>31</b>	<b>41</b>
Avskrivningar	0	-2	-3	-9	-9	-9
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>-29</b>	<b>22</b>	<b>32</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	-4	-6	-9	-10	-10
<b>EBIT</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>-38</b>	<b>13</b>	<b>22</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>-38</b>	<b>13</b>	<b>22</b>
Finansnetto	0	-1	-1	-4	-4	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>-42</b>	<b>9</b>	<b>18</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>-42</b>	<b>9</b>	<b>18</b>
Total skatt	0	-2	-3	3	-1	-4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>-39</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>-39</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	213%	94%	48%	-1%	10%
Bruttomarginal	36,1%	83,5%	65,0%	51,4%	55,7%	55,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,7%	4,3%	Neg.	3,1%	4,8%
EPS, justerad	-0,35	0,54	0,72	-1,78	0,31	0,58
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	33%	N.m.	N.m.	85%

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-1	7	12	-38	13	22
Övriga kassaflödesposter	1	4	8	14	14	14
Förändringar i rörelsekapital	-5	-5	-12	-40	-8	-6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>-64</b>	<b>19</b>	<b>30</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-11	1	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-10</b>	<b>-6</b>	<b>8</b>	<b>-65</b>	<b>18</b>	<b>29</b>
Nyemission / återköp	19	20	1	46	0	0
Förändring av skulder	0	2	-8	5	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>51</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>-14</b>	<b>18</b>	<b>29</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>5</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>-22</b>

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	3	51	83	74	64	54
Materiella anläggningstillgångar	1	6	32	24	16	8
Övriga anläggningstillgångar	1	0	1	4	3	-1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>57</b>	<b>116</b>	<b>101</b>	<b>83</b>	<b>62</b>
Varulager	3	1	38	55	55	60
Kundfordringar	4	28	53	73	72	79
Övriga omsättningstillgångar	7	22	39	39	39	39
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	21	23	9	26	55
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>25</b>	<b>72</b>	<b>152</b>	<b>175</b>	<b>191</b>	<b>233</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>29</b>	<b>129</b>	<b>268</b>	<b>277</b>	<b>274</b>	<b>294</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	17	66	104	110	117	131
<b>Summa eget kapital</b>	<b>17</b>	<b>66</b>	<b>104</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>131</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	5	5	5
Långfristiga leasingkulder	0	4	20	20	20	20
Övriga långfristiga skulder	0	11	11	11	11	11
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	5	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	16	56	55	55	60
Kortfristiga leasingkulder	0	1	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	7	25	70	67	58	59
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>12</b>	<b>48</b>	<b>134</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>127</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>29</b>	<b>129</b>	<b>268</b>	<b>277</b>	<b>274</b>	<b>294</b>

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	213%	94%	48%	-1%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	68%	Neg.	Neg.	30%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	89%	Neg.	Neg.	73%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	33%	N.m.	N.m.	85%
Bruttomarginal	36,1%	83,5%	65,0%	51,4%	55,7%	55,0%
EBITDA-marginal	Neg.	9,2%	7,6%	Neg.	7,5%	8,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	9,2%	7,6%	Neg.	7,5%	8,9%
EBIT-marginal	Neg.	4,7%	4,3%	Neg.	3,1%	4,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,7%	4,3%	Neg.	3,1%	4,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	2,6%	2,7%	Neg.	1,8%	3,0%

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	9%	9%	Neg.	7%	11%
ROCE, justerad	Neg.	14%	12%	Neg.	9%	14%
ROIC, justerad	Neg.	21%	15%	Neg.	10%	19%

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	7%	1%	13%	13%	13%	13%
Kundfordringar / totala intäkter	9%	19%	18%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	15%	53%	55%	27%	29%	29%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	35%	50%	29%	31%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	6%	1%	10%	12%	13%
Kapitalomsättningshastighet	2,8x	2,0x	2,2x	3,0x	2,8x	2,8x

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-10	-11	5	24	7	-22
Soliditet	59%	51%	39%	40%	43%	45%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,2x	0,0x	0,2x	0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	21,5x	-0,9x	0,2x	N.m.	0,2x	-0,5x

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,35	0,54	0,72	-1,78	0,31	0,58
EPS, justerad	-0,35	0,54	0,72	-1,78	0,31	0,58
FCF per aktie	-4,04	-0,84	0,75	-2,93	0,73	1,20
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,01	7,93	6,35	4,54	4,85	5,43
Antal aktier vid årets slut, m	4,26	8,35	16,3	24,1	24,1	24,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	2,59	6,76	10,8	22,2	24,1	24,1

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

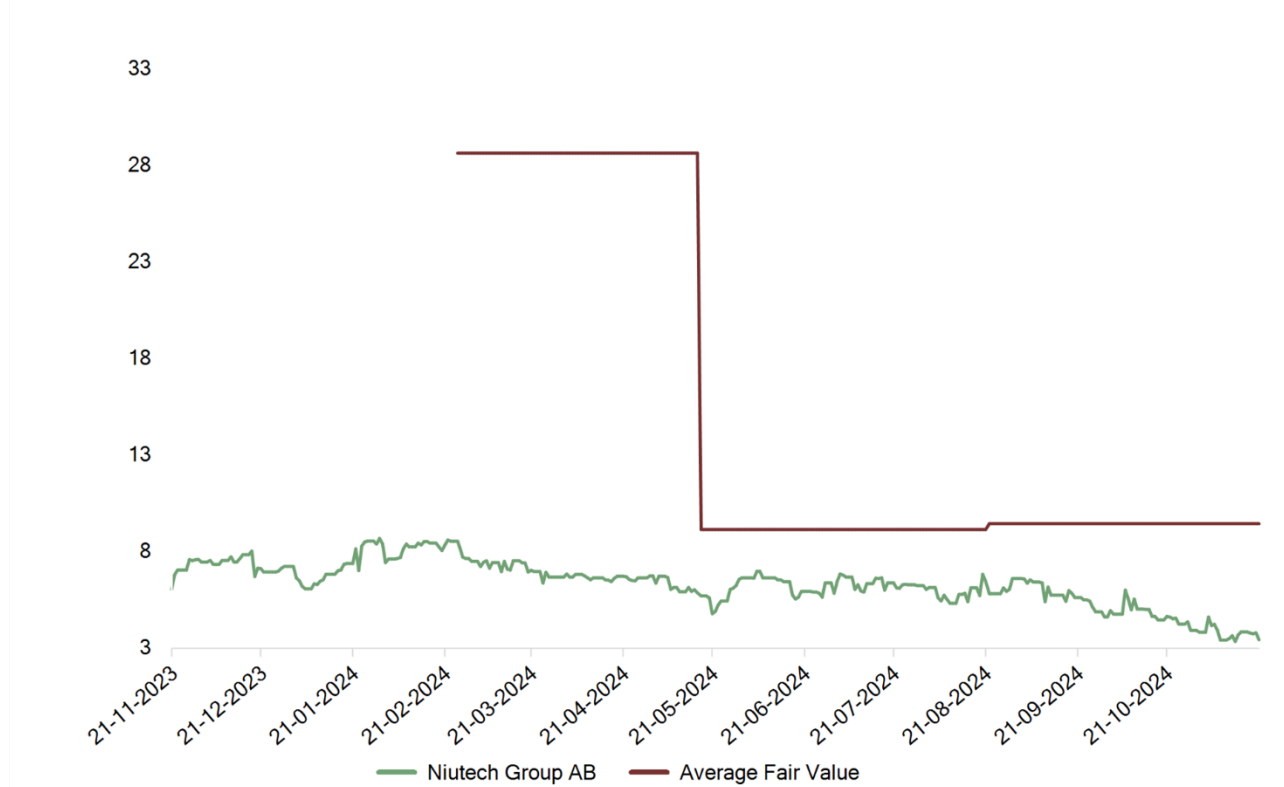
## Värdering

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	29,3x	10,6x	Neg.	12,1x	6,5x
P/EK	4,8x	2,0x	1,2x	0,8x	0,8x	0,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	10,1x	Neg.	5,2x	3,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	10%	Neg.	19%	32%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	1,5x	0,8x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	9,2x	5,0x	Neg.	4,0x	3,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	18,3x	8,9x	Neg.	9,7x	5,6x
EV	72	121	111	124	124	124
Aktiekurs	19,4	15,8	7,6	3,8	3,8	3,8

Källa: Niutech Group AB, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Niutech Group AB (NIUTECH 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 företagets 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. Värdepapperen 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