



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 07 februari 2025

# Maven Wireless

## Svag omsättning kompenseras av stark ordergång – Q4 initial comment

### Tydligt förbättrad ordergång andra kvartalet i rad

Inför kvartalet såg vi ordergången som den enskilt viktigaste parametern i rapporten. Ordergången under perioden uppgick till 76 mkr, vilket var betydligt högre än de 60 mkr vi hade förväntat oss. Omsättningen för det fjärde kvartalet landade på 46 mkr, vilket var 14% lägre än vår prognos. Tack vare något lägre OPEX och högre aktiveringar än beräknat uppgick EBITDA ändå till 1 mkr, jämfört med de 4 mkr vi hade förväntat oss. Sammanfattningsvis ser vi omsättningen som något av en besvikelse, men den starka ordergången som klart positiv och ett potentiellt tecken på att marknadssituationen förbättras.

### Kassan är fortsatt en balansakt

Vi noterar att kassan nu står på noll, vilket enligt bolaget beror på att de endast utnyttjar den checkräkningskredit som behövs. För närvarande har de använt cirka 2,5 mkr av krediten, med cirka 15 mkr kvar till förfogande. Mot denna bakgrund ser vi den förbättrade ordergången som mycket positiv, då den signalerar ökad omsättning, vilket vi också förväntar oss kommer att återspeglas i kassaflödet framöver.

### Högre försäljning till Norden och Mellanöstern

Vi noterar även att omsättningen i Norden och Mellanöstern ökade jämfört med föregående kvartal, vilket kan tyda på en förbättrad marknadssituation i dessa regioner. Vi kommer att genomföra en liveintervju med VD Fredrik Ekström kl. 10:00, där det även finns möjlighet att ställa frågor. Länken till intervjun finner ni nedan.

[https://api.screen9.com/preview/yoU8ulq\\_2PoOiyV\\_zhKyTeoGj07FDqgEYeUmD8MjxDEBFmDi0U1Opqn7pBd8yqyV](https://api.screen9.com/preview/yoU8ulq_2PoOiyV_zhKyTeoGj07FDqgEYeUmD8MjxDEBFmDi0U1Opqn7pBd8yqyV)

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	11,0 - 15,0 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	238	196	233	295	Aktiekurs	12,2 kr
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	134%	-18%	19%	26%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	44	15	24	41	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
				37	7	14	29		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	0,7	0,1	0,2	0,4	
Q4 - rapport	07 februari 2025			EPS, just.	0,7	0,1	0,2	0,4	
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	-92%	220%	123%	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	2,3	2,2	2,4	2,9	
Antal aktier			52m	Utdelning per aktie	0,1	0,0	0,0	0,3	
Börsvärde			635	EBIT-marginal	15,6%	3,6%	6,0%	10,0%	
Nettoskuld			9,43	ROE, just.	39,4%	2,6%	8,2%	16,1%	
EV			644	ROCE, just.	35,9%	5,3%	9,9%	18,6%	
Free float			60%	EV/Sales	2,7x	3,3x	2,8x	2,2x	
Daglig handelsvolym, snitt			22k	EV/EBITDA	14,8x	43,9x	27,3x	15,8x	
Bloomberg Ticker	MAVEN SS EQUITY			EV/EBIT	17,5x	92,4x	45,7x	21,9x	
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	17,7x	N.m.	63,5x	28,5x	
Hugo Lisjö				P/EK	5,8x	5,4x	5,0x	4,3x	
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,8%	0,0%	0,0%	2,1%	
				FCF yield	4%	Neg.	Neg.	1%	
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	0,7x	0,6x	0,2x	
								<b>Intressekonflikter</b>	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

**Strukturella förändringar driver marknaden:** Marknadens tillväxt drivs av en i grunden ökande befolkning och ökat internetanvändande globalt. En tydlig trigger i närtid är utbyggnaden av 5G-nät och behoven av tillhörande DAS-system. För att möta samhällets efterfrågan på högre hastigheter och kortare svarstider för att exempelvis använda självkörande bilar eller att problemfritt ringa videosamtal måste 5G-signalerna sändas på högre frekvenser. Problemet med högfrekvenssignaler är att de inte räcker lika långt och inte har lika bra penetrationsförmåga som lägre frekvenser. Därför krävs det fler antenner och DAS-system i tunnlar och byggnader för att täcka samma yta.

**Ökad användning av produkter som kräver höghastighetsnät:** När nya generationers mobilnät släpps utvecklas snabbt nya, bättre produkter som kan använda den nya nättekniken. Exempel på detta är självkörande fordon, både på vägar och i gruvor, spridning av IoT-produkter och olika säkerhetslösningar. När nya produkter som använder den nya nättekniken säljs ökar kraven från användarna på att det ska fungera, vilket ställer högre krav på näten. Fler och mer avancerade uppkopplade enheter ökar datamängden och behöver mer bandbredd och stabilitet, vilket kräver en förstärkt infrastruktur och fler celler för att hantera all data.

**Produkter i världsklass:** I bolagets undersökningar har kunder och partner sagt att de valt Mavens system för att de är i teknologisk framkant, har lägre energiförbrukning, bättre räckvidd och högre hastigheter. Sammantaget gör detta bolagets system prisvärda och marknadsledande. Att nyinstallerade system från konkurrenter monterats ned och ersatts av Mavens system bekräftar att produkterna uppfattas som mer avancerade.

**En verksamhet med god skalbarhet:** Maven kan driva sin verksamhet med en slimmad organisation, tack vare tredjepartsproducenter, ett effektivt säljnätverk och partner eller kunder som sköter installationerna. Därför kommer kostnaderna inte att öka i takt med omsättningen utan generera en tydlig skalbarhet. Bolagsstrukturen är utformad för att vara skalbar och skapa goda kassaflöden.

**Marknadsledaren under finansiell stress:** Den klart största aktören på marknaden är CommScope, med en bedömd marknadsandel kring 30%. Under 2019 genomförde detta bolag flera förvärv finansierade med lån, vilket ökade skuldsättningsgraden. Sedan dess har omsättningstillväxten varit låg och förlusterna ökat. De finansiella problemen medför att bolaget inte kan investera i samma takt som tidigare, och eftersom DAS-system inte är CommScopes främsta affärsområde kommer det sannolikt att prioritera andra segment. CommScopes svårigheter förändrar världsmarknaden och skapar möjligheter för Maven att ta marknadsandelar.

### Bolagsprofil

Maven Wireless är ett produktbolag som utvecklar och säljer sina patenterade produkter för heltäckande DAS-system anpassade för inomhus- och tunneltäckning för alla operatörer. Genom att lägga ut produktionen på specialiserade tredjepartsproducenter, låta partner montera och i viss utsträckning använda sig av partnerförsäljare kan Maven med en slimmad organisation driva en skalbar verksamhet med låg kapitalbindning.

Bolagets DAS-system skapar cellulär- och radiotäckning dit makronätet inte klarar av att leverera. Främst är det platser som av olika anledningar skärmar av makronätets signaler, såsom bil- och tåg tunnlar eller stora byggnader som arenor, shoppingcenter, hotell eller sjukhus. I exempelvis tunnelsystem monteras cellulär- och radiosystemen parallellt för att säkerställa att radiotäckningen alltid fungerar för blåljuspersonal i nödsituationer.

Kunderna består främst av mobiloperatörer som själva vill äga infrastrukturen eller fastighetsägare och neutrala operatörer som äger infrastrukturen och säljer uppkopplingsmöjligheten till mobiloperatörerna. Maven har redan idag vunnit sex ramavtal med exempelvis mobiloperatören Telenor Norge och de schweiziska och österrikiska banverken. Systemen finns installerade i allt från hotell i Filippinerna till sjukhus i Sverige och den danska sidan av Öresundsbron och håller nu på att installeras i Gotthardtunneln i Schweiz, världens längsta tåg tunnel.

### Värdering

Vi har valt att jämföra Maven Wireless med bolag noterade på den svenska marknaden och med liknande värdeskapande. Med värdeskapande menar vi summan av omsättningstillväxt och EBITDA-marginal. Vi jämför bolaget med aktier noterade på OMX Stockholm All Share och First North Stockholm med ett marknadsvärde på 0,5–5 mdr och ett värdeskapande på 25–60%. Den genomsnittliga EV/Sales-multipeln för dessa bolag uppgick till 3,0x. Applicerar vi målmultipeln på 2025 års förväntade omsättning för Maven får vi ett motiverat värde på 11–15 kr kronor per aktie.

SEKm	Q1(23)	Q2(23)	Q3(23)	Q4(23)	Q1(24)	Q2(24)	Q3(24)	Carnegie		Dev
								Q4(24a)	Q4(24e)	
Net sales	41	65	53	78	54	53	36	46	53	-14%
Organic growth, Y/Y	222%	204%	102%	91%	31%	-19%	-33%	-41%	-32%	-9.3
COGS	-26	-43	-32	-44	-29	-32	-21	-27	-31	-15%
Gross profit	15	23	21	34	25	22	15	19	22	-12%
Gross margin %	36.5%	35.0%	40.1%	43.6%	46.7%	40.9%	40.7%	42.1%	41.1%	0.9
Capitalised development	4	4	5	5	6	6	5	7	6	14%
Personnel	-9	-10	-8	-12	-13	-14	-13	-13	-15	-10%
Other external costs	-7	-6	-7	-13	-9	-11	-9	-13	-9	42%
Other operating income or cost	1	1	2	1	2	0	0	1	0	-
EBITDA	4	11	13	16	10	3	-3	1	4	-69%
EBITDA margin %	9.4%	16.9%	24.1%	20.8%	19.3%	5.3%	-7.9%	2.9%	8.1%	-5.3
D&A	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	4%
EBIT	3	10	11	14	8	1	-5	-1	2	n.m.
EBIT margin %	6.3%	14.8%	20.6%	17.7%	15.7%	1.7%	-13.3%	-1.5%	4.5%	-6.0
Net financials	-0.1	0.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	
PTP	2	10	11	14	8	1	-5	-1	2	n.m.
Tax	0	0	0	3	-2	-1	0	0	0	
Net profit	2	10	11	16	6	0	-5	-1	2	n.m.
Order intake, SEKm	35	35	24	31	47	39	65	76	60	27%
Order book, SEKm	198	173	139	84	81	58	83	118	89	32%
<b>Sales per region, SEKm</b>										
Nordics	16	21	18	19	18	12	6	11	11	4%
Europe	13	31	25	54	35	33	26	26	37	-30%
APAC	7	7	4	0	1	7	0	0	2	-100%
MEAT	5	7	6	4	0	2	4	9	4	147%
North America	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>Sales growth region, Y/Y</b>										
Nordics	173%	116%	52%	-8%	11%	-41%	-68%	-41%	-43%	2.0
Europe	282%	410%	115%	378%	166%	6%	3%	-53%	-33%	-20.2
APAC	n.a.	n.a.	28%	n.a.	n.a.	-4%	n.a.	n.a.	n.a.	-
MEAT	61%	22%	n.a.	-13%	n.a.	n.a.	-33%	136%	-4%	140.2
North America	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-

Source: Carnegie Research, Maven Wireless

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>101</b>	<b>238</b>	<b>196</b>	<b>233</b>	<b>295</b>
Kostnad sålda varor	-47	-30	-70	-144	-113	-128	-162
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>105</b>	<b>133</b>
Administrationskostnader	-15	-20	-30	-39	-55	-61	-68
Övriga rörelsekostnader	-5	-3	-2	-10	-14	-20	-24
<b>EBITDA</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>41</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>41</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>41</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-3	-3	-5	-7	-8	-10	-11
<b>EBIT</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>37</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>29</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>37</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>29</b>
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>28</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>28</b>
Total skatt	0	0	0	3	-3	-3	-6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>22</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>22</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	-9%	126%	134%	-18%	19%	26%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	39,2%	42,5%	45,0%	45,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	3,6%	6,0%	10,0%
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,06	0,19	0,43
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-92%	220%	123%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-20	-12	-5	37	7	14	29
Övriga kassaflödesposter	3	3	3	6	4	5	4
Förändringar i rörelsekapital	9	-12	5	5	-26	1	-4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-7</b>	<b>-21</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>-16</b>	<b>21</b>	<b>30</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-2	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-12	-13	-14	-19	-24	-21	-21
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-14</b>	<b>28</b>	<b>-42</b>	<b>-4</b>	<b>6</b>
Nyemission / återköp	23	58	17	0	0	0	0
Förändring av skulder	3	0	-2	-2	-1	-1	-1
Utdelningar	0	0	0	0	-5	0	0
Övriga poster	-6	-9	-1	1	17	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>20</b>	<b>49</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>-31</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>7</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-37</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>8</b>

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	39	49	59	73	90	103	115
Materiella anläggningstillgångar	0	1	2	4	6	7	8
Övriga anläggningstillgångar	3	4	4	5	5	5	5
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>115</b>	<b>128</b>
Varulager	0	8	10	20	22	21	24
Kundfordringar	2	11	32	32	39	47	59
Övriga omsättningstillgångar	1	2	2	6	7	7	8
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	14	14	42	10	6	11
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>34</b>	<b>59</b>	<b>100</b>	<b>78</b>	<b>81</b>	<b>102</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>46</b>	<b>88</b>	<b>124</b>	<b>181</b>	<b>178</b>	<b>196</b>	<b>230</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	29	69	79	119	117	127	149
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>119</b>	<b>117</b>	<b>127</b>	<b>149</b>
Långfristiga räntebärande skulder	6	5	3	3	3	2	1
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	1	2	2	2	2
Leverantörsskulder	4	7	28	46	29	35	44
Kortfristiga leasingkulder	2	0	0	0	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	4	7	12	10	10	13	16
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>79</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>46</b>	<b>88</b>	<b>124</b>	<b>181</b>	<b>178</b>	<b>196</b>	<b>230</b>

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-9%	126%	134%	-18%	19%	26%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-67%	61%	72%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-81%	102%	109%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-92%	220%	123%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	39,2%	42,5%	45,0%	45,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	18,5%	7,5%	10,1%	13,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	18,5%	7,5%	10,1%	13,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	3,6%	6,0%	10,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	3,6%	6,0%	10,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	16,4%	1,6%	4,3%	7,5%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	39%	3%	8%	16%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	36%	5%	10%	19%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	49%	7%	10%	20%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	17%	10%	8%	11%	9%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	4%	24%	32%	14%	20%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	8%	22%	41%	32%	26%	27%	27%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	15%	26%	41%	30%	32%	32%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	15%	4%	1%	14%	12%	10%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	0,6x	1,2x	1,9x	1,4x	1,6x	1,8x

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	7	-8	-10	-37	11	15	8
Soliditet	64%	78%	64%	66%	66%	65%	65%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,1x	-0,1x	-0,3x	0,1x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	194,3x	-0,8x	0,7x	0,6x	0,2x

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,06	0,19	0,43
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,06	0,19	0,43
FCF per aktie	-0,44	-0,71	-0,26	0,53	-0,81	-0,07	0,12
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,26
Eget kapital per aktie	0,64	1,35	1,52	2,29	2,25	2,44	2,87
Antal aktier vid årets slut, m	46,0	50,8	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	46,0	50,8	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	17,7x	100x	63,5x	28,5x
P/EK	19,1x	14,0x	9,6x	5,8x	5,4x	5,0x	4,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	24,9x	Neg.	Neg.	100x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	4%	Neg.	Neg.	1%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	13,3%	0,0%	0,0%	60,0%
EV/Sales	Neg.	21,1x	7,3x	2,7x	3,3x	2,8x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	14,8x	43,9x	27,3x	15,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	17,5x	92,4x	45,7x	21,9x
EV	Neg.	950	742	651	644	644	644
Aktiekurs	12,2	18,9	14,5	13,3	12,2	12,2	12,2

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Maven Wireless (MAVEN 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 ansvarar 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 © 2025 Carnegie

---

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