



Penser Access by Carnegie

Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 26 januari 2024

Ependion

Den svaga efterfrågan är tillfällig

Svagare marknad ger avtryck i ordergången...

Även om kundaktiviteten är fortsatt intensiv och den underliggande efterfrågan god ledde osäkerheten i världskonjunkturen till försenade projekt för bolaget och ordergången föll till den lägsta nivån sedan 2021. Vi ser dock ingen förändring i tillväxtdrivarna – den strukturella tillväxten är intakt och vi ser svagheten som tillfällig, även om det är svårt att veta hur länge den håller i sig. Försäljningen har kommit ifatt orderboken – book-to-bill i årstakt är nu klart under ett.

...och marginalen...

Den organiska försäljningstillväxten var negativ för första gången sedan Q1 2021. Detta räckte inte till för att hålla uppe marginalen. Den kom ned från nivån som vi sett de senaste kvartalen, även om den fortsatt låg på en historiskt hög nivå. Båda affärsenheterna såg marginalkontraktion, men den är betydligt större i Electronics. Affärsenheten har dock implementerat ett besparingsprogram som kommer ha full effekt från 2024.

...men det är tillfälligt och vi lyfter blicken till 2028

För att fånga den strukturella tillväxten i framför allt energisegmentet för affärsenheten Westermo lyfter vi blicken till 2028. Genombrottet försenades av pandemin då fokuset på detta kundsegment är nytt, vilket i sin tur krävde fysisk kundkontakt. Vi bedömer att energisegment för Westermo om fem år kommer vara lika stort som tåg (tåg står idag för över 30% medan energi står för 15%). Beijer Electronics har under hösten gått igenom en strategisk översyn. Resultatet kommer presenteras på en kapitalmarknadsdag i mars 2023. Vi introducerar estimat för 2026 och med fokus på 2028 (tidigare 2025) sätter vi ett motiverat värde på 149-163 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	149 - 163 kr	
Totala intäkter	-2,4%	-1,5%	-	2 471	2 462	2 679	2 963	Aktiekurs	98,0 kr	
EBIT, just.	-6,8%	-4,4%	-	Tillväxt	16%	0%	9%	11%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-9,0%	-5,4%	-	EBITDA, just.	474	500	553	618	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	322	327	375	432		
Q1 - rapport		24 april 2024		EPS, just.	6,9	7,9	9,4	11,2		
Q2 - rapport		15 juli 2024		EPS-tillväxt, just.	37%	14%	20%	18%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	40,1	45,9	52,9	61,0		
Antal aktier		29m		Utdelning per aktie	1,0	2,0	2,5	3,0		
Börsvärde		2 837		EBIT-marginal	13,0%	13,3%	14,0%	14,6%		
Nettoskuld		713		ROE, just.	18,6%	18,3%	19,1%	19,6%		
EV		3 554		ROCE, just.	16,9%	16,7%	19,0%	21,2%		
Free float		54%		EV/Sales	1,8x	1,4x	1,3x	1,2x		
Daglig handelsvolym, snitt		15k		EV/EBITDA	9,2x	7,1x	6,4x	5,8x		
Bloomberg Ticker		EPEN SS EQUITY		EV/EBIT	13,5x	10,9x	9,5x	8,2x		
Analytiker				P/E, just.	18,2x	12,4x	10,4x	8,8x	Intressekonflikter	
Markus Almerud				P/EK	3,1x	2,1x	1,9x	1,6x	Yes	No
markus.almerud@carnegie.se				Direktavkastning	0,8%	2,0%	2,6%	3,1%	Likviditetsgarant	✓
				FCF yield	4%	10%	10%	11%	Certified adviser	✓
				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	1,1x	0,7x	0,3x	Transaktioner 12m	✓

Investment case

Ependion ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi estimerar hög ensiffrig organisk tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg att uppnå sina mål – att öka omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin anpassade Ependion kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi medelhög tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2028e). Westermo, Ependions största affärsenhet, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Ependions näst största affärsenhet, är nyckeln till både att bolaget når sina målsättningar och att aktien lyfter.

Bolagsprofil

Ependion är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak ethernet-switchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har ca 870 anställda. Under 2023 omsatte de 2,5 mdkr.

Bolaget har två affärsenheter, Westermo och Beijer Electronics, och Europa står för 64% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största slutkundsegmenten.

Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Ependion. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten, framför allt på ställverksidan, sätter vi våra målmultiplar på 2028e och nuvärdesberäknar sedan dessa värden. I vår SOTP använder vi 13–14x EBIT, vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden för Westermo och något lägre för Beijer Electronics. I vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 152 kr.

Motiverat värde

149-163 (143-145) kr

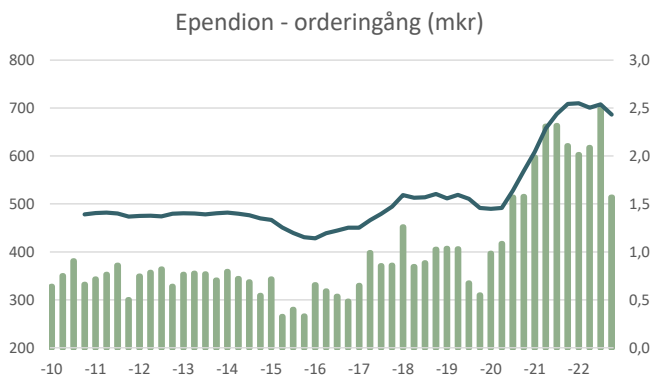
Kvartalet i korthet

Även om kundaktiviteten är fortsatt intensiv ledde osäkerheten i världsekonomin och de högre räntorna till försenade projekt vilket pressade ordergång i slutet av 2024 (Figur 1). Den strukturella tillväxten i majoriteten av Ependions slutkundssegment gör att vi bedömer att svagheten är tillfällig. Vi noterar dock att försäljningen har kommit ifatt orderboken – book-to-bill i årstakt är nu klart under ett (Figur 2).

Båda affärsenheterna bidrog till svagheten. Westermo påverkades något negativt av konjunkturen, men huvudorsaken till deras svaghet var fortsatta justeringar av de stora ordervolymer som bokades i tågsegmentet under andra kvartalet. Beijer Electronics affär är mer cyklisk till sin natur och har dessutom drabbats av att beställningsmönstret har normaliserats – order görs nu med kort tidshorisont vilket inte var fallet förra året. Det är framför allt industrikonjunkturen i Asien som är svag men det är värt att poängtera att efterfrågan i Beijer Electronics har varit sekventiellt stabil de senaste kvartalen.

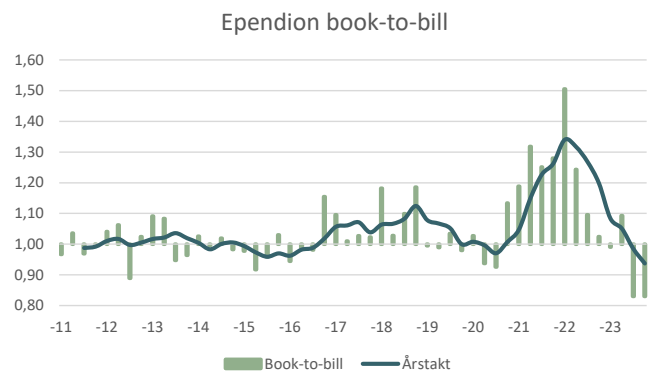
Den organiska tillväxten fortsatte sin negativa trend (Figur 3) och detta var inte tillräckligt för att hålla i marginalen. Westermos marginal expanderade y/y men var lägre än tidigare kvartal 2023. Beijer Electronics såg den lägsta marginalen sedan 2021. Besparingsprogrammet, som ska sänka kostnadsbasen i Electronics med 20 mkr på årsbasis, kommer ha full effekt från och med 2024.

Figur 1: Ordergång den svagaste sedan Q1'21...



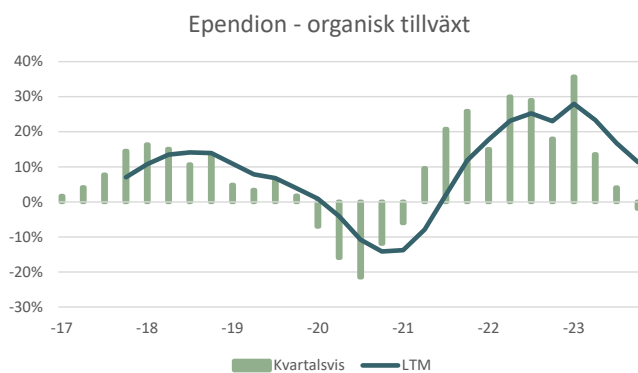
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 2: ...och försäljningen har nu kommit ikapp ordergången



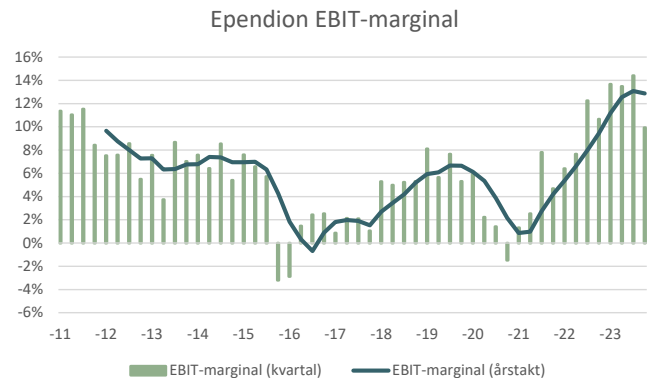
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 3: Den organiska tillväxten har toppat...



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

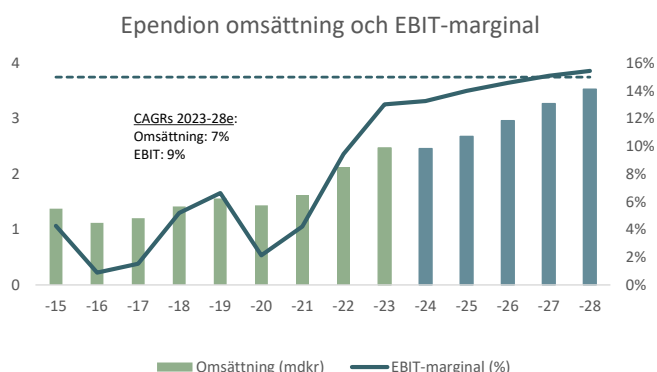
Figur 4: ...vilket inte räcker för att hålla i marginalen



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

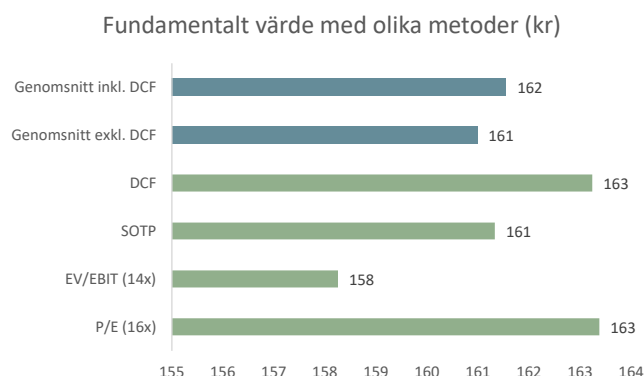
Värdering

Figur 5: EBIT-marginal



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 6: SOTP



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 7: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
2 233	2,5%	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremie	Långsiktig EBIT-marginal
3 152	5,5%	15,0%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremie	Avskrivningar, % av omsättning
5 386	2,0%	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
713	0,0%	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Rörelsekapital, % av omsättning
0	10,0%	21,4%
Eget kapital		Skattesats
4 673		24%
Antal utstående aktier, full utspädning		
29		
Eget kapital per aktie		
163		

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 8: DCF - känslighet

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%		12,0%	13,5%	15,0%	16,5%	18,0%
9,0%	173	186	201	220	243	9,0%	164	183	201	220	239
9,5%	158	168	181	195	213	9,5%	147	164	181	197	214
10,0%	144	153	163	175	189	10,0%	133	148	163	178	193
10,5%	133	140	149	158	170	10,5%	122	135	149	162	175
11,0%	123	129	136	144	154	11,0%	112	124	136	148	160

Källa: Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 417	1 559	1 438	1 619	2 128	2 471	2 462	2 679	2 963
Kostnad sålda varor	-706	-748	-724	-852	-1 119	-1 248	-1 237	-1 326	-1 450
Bruttoresultat	711	810	713	767	1 010	1 223	1 225	1 352	1 513
Försäljningskostnader	-269	-297	-244	-250	-302	-341	-340	-370	-409
Administrationskostnader	-234	-252	-264	-259	-318	-342	-341	-371	-411
R&D-kostnader	-136	-161	-187	-202	-191	-213	-213	-231	-256
Övriga rörelsekostnader	78	127	161	163	157	148	168	174	180
EBITDA	151	227	164	218	355	474	500	553	618
Jämförelsestörande poster	0	0	-15	0	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	151	227	179	218	355	474	500	553	618
Avskrivningar	-77	-124	-148	-150	-154	-152	-173	-178	-186
EBITA, justerad	74	103	31	68	201	322	327	375	432
EBIT	74	103	16	68	201	322	327	375	432
EBIT, justerad	74	103	31	68	201	322	327	375	432
Finansnetto	-11	-12	-22	-19	-15	-46	-33	-24	-16
Resultat före skatt	63	92	-6	50	186	275	294	351	416
Resultat före skatt, justerad	63	92	9	50	186	275	294	351	416
Total skatt	-20	-27	0	-14	-40	-75	-65	-77	-91
Nettoresultat	44	65	-6	36	146	201	229	274	325
Nettoresultat, justerad	44	65	9	36	146	201	229	274	325
Intäktsstillväxt	-	10%	-8%	13%	31%	16%	0%	9%	11%
Bruttomarginal	50,2%	52,0%	49,6%	47,4%	47,4%	49,5%	49,8%	50,5%	51,1%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	6,6%	2,1%	4,2%	9,4%	13,0%	13,3%	14,0%	14,6%
EPS, justerad	1,52	2,25	0,32	1,24	5,03	6,90	7,89	9,43	11,2
EPS-tillväxt, justerad	-	48%	-86%	>100%	>100%	37%	14%	20%	18%

Källa: Ependion, Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	74	103	16	68	201	322	327	375	432
Övriga kassaflödesposter	61	101	134	124	111	107	75	77	78
Förändringar i rörelsekapital	-26	-21	45	-108	-111	-94	2	-45	-59
Kassaflöde från den operationella verksamheten	109	183	194	85	201	335	403	407	451
Investeringar i anläggningstillgångar	-69	-64	-59	-68	-109	-159	-109	-109	-109
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-23	-33	-23	-7	-12	-14	-14	-16	-17
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	8	0	9	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-92	-89	-82	-66	-121	-174	-123	-125	-126
Fritt kassaflöde	18	94	112	18	80	161	280	283	325
Förvärv och avyttringar	-2	-246	0	-112	0	-59	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	2	1	0	0	0	0
Förändring av skulder	-13	229	-59	156	-24	-97	-185	-157	-179
Utdelningar	0	-14	0	0	-14	-14	-58	-72	-87
Övriga poster	-1	-38	-42	-44	-45	0	-49	-54	-59
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-16	-69	-101	2	-82	-170	-292	-283	-325
Kassaflöde	1	25	11	20	-3	-9	-12	0	0
Nettoskuld	411	757	673	810	734	713	540	383	205

Källa: Ependion, Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	525	807	725	734	783	783	783	783	783
Övriga immateriella tillgångar	264	281	308	325	349	474	474	474	474
Materiella anläggningstillgångar	91	100	96	85	80	86	86	86	86
Övriga anläggningstillgångar	54	157	160	161	144	141	141	141	141
Summa anläggningstillgångar	934	1 346	1 289	1 305	1 357	1 484	1 484	1 484	1 484
Varulager	178	215	213	328	436	487	485	528	584
Kundfordringar	251	304	208	297	417	407	406	441	488
Övriga omsättningstillgångar	59	56	53	62	63	52	52	54	55
Likvida medel och kortfristiga placeringar	94	122	121	147	160	142	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	581	697	595	834	1 076	1 089	1 073	1 153	1 257
SUMMA TILLGÅNGAR	1 515	2 042	1 884	2 139	2 433	2 572	2 557	2 636	2 741
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	653	684	637	729	989	1 159	1 330	1 532	1 769
Minoritetsintressen	4	4	4	4	5	5	4	4	4
Summa eget kapital	657	689	641	733	994	1 164	1 335	1 536	1 773
Långfristiga räntebärande skulder	431	586	575	562	571	588	403	247	68
Långfristiga leasingkulder	0	70	63	59	46	60	60	60	60
Övriga långfristiga skulder	59	161	167	76	88	130	130	130	130
Summa långfristiga skulder	491	816	804	697	704	779	593	437	258
Kortfristiga räntebärande skulder	75	187	119	299	242	168	168	168	168
Leverantörsskulder	111	126	106	160	215	195	194	211	233
Kortfristiga leasingkulder	0	36	37	36	36	39	39	39	39
Övriga kortfristiga skulder	182	188	177	213	242	228	228	246	269
Summa kortfristiga skulder	368	537	439	708	734	630	629	664	710
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 515	2 042	1 884	2 139	2 433	2 572	2 557	2 636	2 741

Källa: Ependion, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	10%	-8%	13%	31%	16%	0%	9%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	51%	-21%	22%	63%	34%	5%	11%	12%
EBIT-tillväxt, justerad	-	40%	-70%	>100%	>100%	60%	2%	15%	15%
EPS-tillväxt, justerad	-	48%	-86%	>100%	>100%	37%	14%	20%	18%
Bruttomarginal	50,2%	52,0%	49,6%	47,4%	47,4%	49,5%	49,8%	50,5%	51,1%
EBITDA-marginal	10,6%	14,6%	11,4%	13,5%	16,7%	19,2%	20,3%	20,7%	20,8%
EBITDA-marginal, justerad	10,6%	14,6%	12,5%	13,5%	16,7%	19,2%	20,3%	20,7%	20,8%
EBIT-marginal	5,2%	6,6%	1,1%	4,2%	9,4%	13,0%	13,3%	14,0%	14,6%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	6,6%	2,1%	4,2%	9,4%	13,0%	13,3%	14,0%	14,6%
Vinstmarginal, justerad	3,1%	4,2%	0,7%	2,2%	6,9%	8,1%	9,3%	10,2%	11,0%

Källa: Ependion, Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	10%	1%	5%	17%	19%	18%	19%	20%
ROCE, justerad	Neg.	8%	2%	4%	12%	17%	17%	19%	21%
ROIC, justerad	Neg.	8%	2%	5%	12%	18%	17%	20%	22%

Källa: Ependion, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	13%	14%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	20%	14%	18%	20%	16%	16%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	16%	17%	15%	19%	19%	16%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	40%	34%	51%	41%	32%	32%	31%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	14%	17%	13%	19%	22%	21%	21%	21%	21%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x	1,2x	1,3x	1,4x

Källa: Ependion, Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	411	757	673	810	734	713	540	383	205
Soliditet	43%	34%	34%	34%	41%	45%	52%	58%	65%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	1,1x	1,1x	1,1x	0,7x	0,6x	0,4x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,7x	3,3x	4,1x	3,7x	2,1x	1,5x	1,1x	0,7x	0,3x

Källa: Ependion, Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	1,52	2,25	-0,20	1,24	5,03	6,90	7,89	9,43	11,2
EPS, justerad	1,52	2,25	0,32	1,24	5,03	6,90	7,89	9,43	11,2
FCF per aktie	0,62	3,26	3,88	0,63	2,74	5,54	9,63	9,72	11,2
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,00	0,50	0,50	1,00	2,00	2,50	3,00
Eget kapital per aktie	22,9	23,9	22,1	25,3	34,2	40,1	45,9	52,9	61,0
Antal aktier vid årets slut, m	28,6	28,9	29,0	29,0	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,6	28,9	29,0	29,0	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1

Källa: Ependion, Carnegie

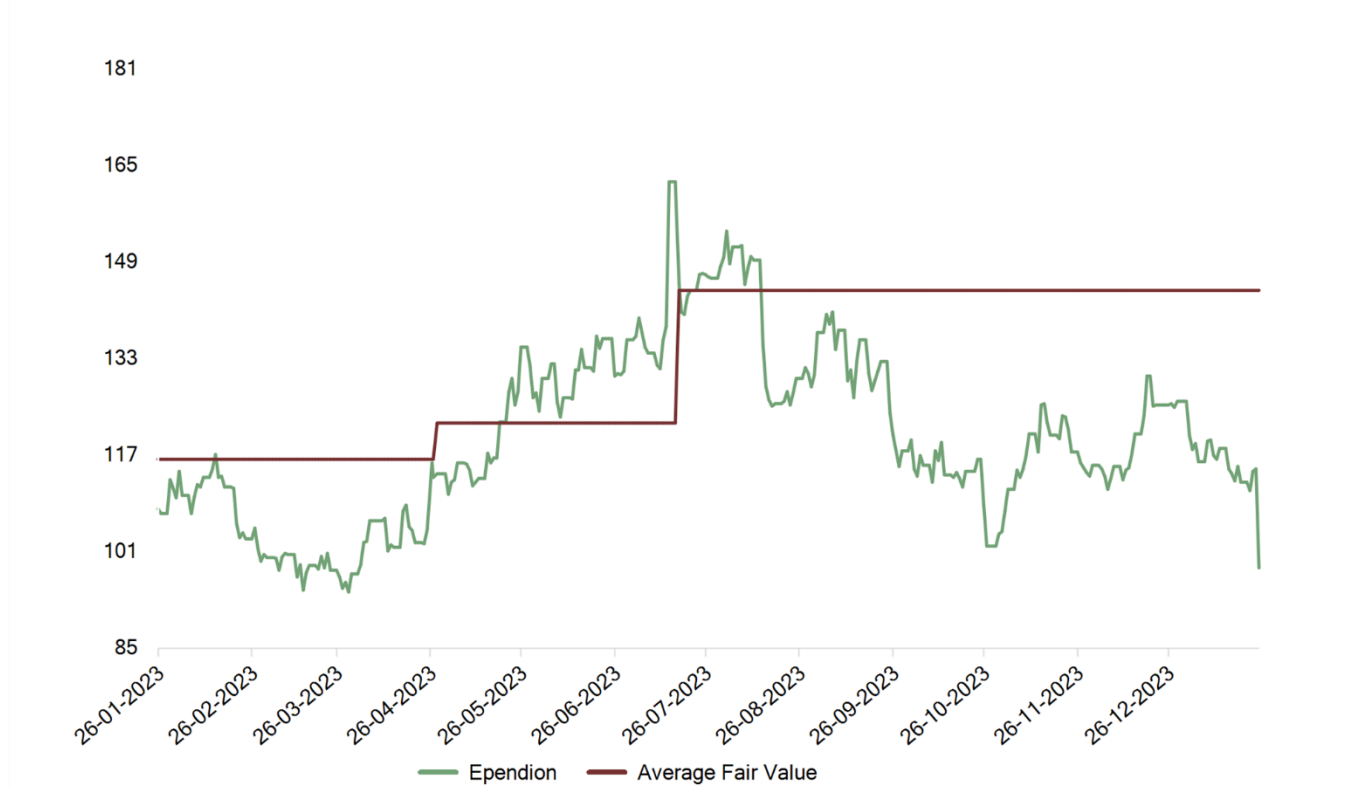
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	23,8x	31,2x	126,0x	63,2x	22,0x	18,2x	12,4x	10,4x	8,8x
P/EK	1,6x	2,9x	1,8x	3,1x	3,2x	3,1x	2,1x	1,9x	1,6x
P/FCF	58,8x	21,5x	10,5x	124,2x	40,3x	22,7x	10,2x	10,1x	8,8x
FCF-yield	2%	5%	10%	1%	2%	4%	10%	10%	11%
Direktavkastning	1,4%	0,0%	0,0%	0,6%	0,5%	0,8%	2,0%	2,6%	3,1%
Utdelningsandel, justerad	32,9%	0,0%	0,0%	40,5%	9,9%	14,5%	25,4%	26,5%	26,9%
EV/Sales	1,0x	1,8x	1,3x	1,9x	1,8x	1,8x	1,4x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	9,6x	12,2x	10,3x	14,0x	11,1x	9,2x	7,1x	6,4x	5,8x
EV/EBIT, justerad	19,6x	26,8x	59,8x	44,6x	19,6x	13,5x	10,9x	9,5x	8,2x
EV	1 451	2 769	1 842	3 047	3 935	4 354	3 554	3 554	3 554
Aktiekurs	36,2	70,2	40,7	78,0	110	98,0	98,0	98,0	98,0

Källa: Ependion, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Ependion (EPEN SS EQUITY)



Källa: 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 tidigare har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys 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 företaget substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

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 följskada, 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