



## Investment case

De kliniska riktlinjerna som publicerades i slutet av förra året i Europa och USA har tydligt påverkat intresset inom sjukvården av objektiv övervakning av patienter som får muskelavslappnande läkemedel vid operationer. Marknaden är ännu i sin linda och vi bedömer att det idag finns en relativt begränsad användning av system för objektiv övervakning på sjukhusen i EU och i synnerhet på den amerikanska marknaden. De nya rekommendationerna påskyndar ett teknikskifte inom sjukvården, vilket under 2023 började ge avtryck på försäljning och orderingång för Sensize. Vår uppfattning är att Sensize har ett starkt produkt erbjudande, uppbackat av kliniska data, vilket ger goda förutsättningar för att kunna utvecklas till den ledande aktören inom området. Styrkan i produkterna bekräftas av de flertalet prestigeordrar som tagits hem och efter en längre tids utvärdering i konkurrens med andra aktörer inom området.

Försäljningen växer snabbt och vi ser framför oss en fortsatt stark utveckling under många år framåt. I våra prognoser räknar vi med att Sensize kan nå en marknadspenetration på 10% inom 7–10 år, vilket då kommer innebära intäkter på omkring 1,5 mdkr och EBITDA-marginal på över 30%. Den främsta risken är att detta går långsammare än vad vi räknat med och att bolaget därmed kan behöva mer kapital än i vår bedömning. I nuläget är vi mindre oroade över konkurrenssituationen.

## Bolagsprofil

Sensize utvecklar och marknadsför medicintekniska lösningar för patientnära monitorering under anestesi. Bolaget marknadsför två produktserier av instrument och tillhörande förbrukningssensorer, där TetraGraph i nuläget har högst prioritet. Affärsmodellen kretsar kring att bygga upp en installerad bas ute i operationssalar på sjukhus, vilket sedan driver återkommande intäkter från engångssensorer. Väletablerade hos kunder är inträdesbarriärerna för konkurrenter höga. Bolagets kunder utgörs främst av sjukhus och sjukhuskedjor, där det enbart i USA beräknas finnas 5-6000 sjukhus.

TetraGraph är ett system som kontinuerligt mäter graden av neuromuskulär blockad och används vid operationer för att förebygga komplikationer, förbättra klinisk precision och förenkla patienthanteringen i samband med operationer. TetraGraph ger information åt smärtläkare så att komplikationer minskas och underlättar för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer, vilket kan leda till kortare sjukhusvistelser och därmed ge lägre vårdkostnader.

ExSpirom är ett icke-invasivt system för att övervaka patienters andningsvolym, andningsfrekvens och andra vitala parametrar för att tidigt varna om patientens syreintag försämras, vilket i värsta fall kan leda till livshotande situationer i form av andningsdepression. Andningsdepression drabbar upp till 30% av alla patienter som är under olika typer av smärtbehandling i postoperativ vård.

## Värdering

Vår värdering av Sensize tar stöd från en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår fundamentala värdering av Sensize ger ett DCF-värde på 13,1 kr (13,9) och utifrån det sätter vi ett motiverat värde på 13-14 kr (13-14).

## Hög tillväxt i Q4, men något under våra förväntningar

Som vi redan konstaterat var utvecklingen stark under 2023 och den höll i sig under Q4(23). Nettoomsättningen var upp Y/Y med 138% och med 135% justerat för valutaeffekter. Det är TetraGraph-systemen som står för huvuddelen. Vi vill poängtera att bolagets mycket korta tillväxthistorik innebär viss utmaning när vi estimerar hur snabbt ordrar går från påskrift till leverans och tiden till dess att användningen tar fart. I detta skede blir det för oss därför framför allt viktigt att siffrorna övergripande går i rätt riktning och vi ligger inte sömlösa över avvikelserna i kvartalet.

Utmaningen i att ställa prognoser är något lägre på kostnadssidan, men vi hamnade trots det relativt fel i Q4(23). Den främsta anledningen till skillnaden i utfallet kan tillskrivas omräkningen av balansposter som påverkade rörelsekostnaderna med -6,5 mkr och som vi inte hade med i våra siffror. Justerar vi för det uppgick de operativa kostnaderna till -36,9 mkr, att jämföra med -32,3 mkr i Q3(23) och vår prognos på -35,9 mkr.

| Avvikelse tabell Q4 2023 (mkr) |               |         |             |          |        |
|--------------------------------|---------------|---------|-------------|----------|--------|
|                                | Utfall Q4(23) | Q4(23e) | Diff (Abs.) | Diff (%) | Q4'22  |
| Nettoomsättning                | 10,9          | 12,8    | -2,0        | -15,2%   | 4,6    |
| Bruttoresultat                 | 3,3           | 4,8     | -1,5        | 30,8%    | -1,1   |
| Bruttoresultat*                | 7,8           | 9,0     | -1,2        | -13,2%   | 3,1    |
| Rörelsekostnader               | -43,4         | -35,9   | -7,5        | -20,8%   | -41,4  |
| EBITDA                         | -34,7         | -25,9   | -8,7        | -33,6%   | -37,5  |
| EBIT                           | -40,1         | -31,1   | -8,9        | -28,7%   | -42,5  |
| Periodens resultat             | -38,8         | -30,8   | -8,0        | -25,9%   | -42,9  |
| EPS (SEK)                      | -0,32         | -0,26   | -0,07       | -25,9%   | -0,55  |
| Bruttomarginal                 | 30,4%         | 37,2%   | -6,8%       | 18,4%    | -24,1% |
| Bruttomarginal*                | 71,7%         | 70,0%   | 1,7%        | 2,4%     | 67,8%  |
| EBITDA-marginal                | Neg.          | Neg.    | nm          | nm       | Neg.   |
| EBIT-marginal                  | Neg.          | Neg.    | nm          | nm       | Neg.   |

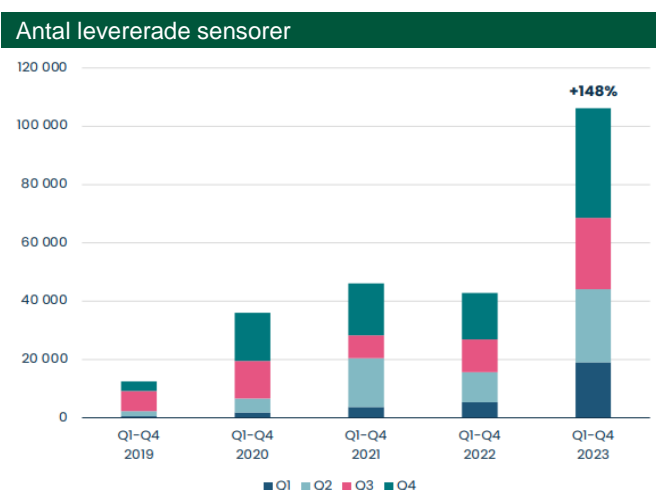
\*exkluderat avskrivningar

Källa: Penser by Carnegie

Försäljningen i USA var som förväntat den som utvecklades bäst, medan vi gällande nyförsäljningen av instrument i Europa blev något besvikna och hade hoppats på att få se en bättre utveckling. Bolaget indikerar dock att det sker framsteg på den europeiska marknaden, exempelvis annonserades i slutet av förra året framsteg i Tyskland, vilket vi hoppas kommer ge avtryck redan under innevarande kvartal. Även det nyligen annonserade utökade samarbetet med Fukuda Denshi ser vi fram emot som positivt bidragande till tillväxten under 2024. Till sist kan vi konstatera att sensorförsäljningen ökade kraftigt i kvartalet, drivet av nyförsäljning och en ökning i återkommande kunder.

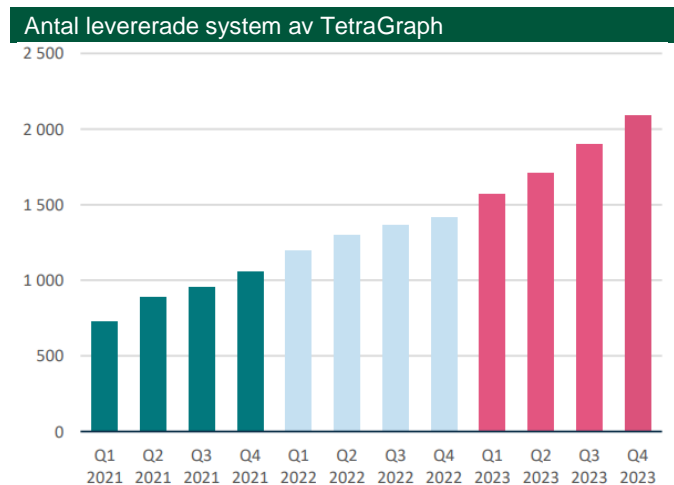
| Nettoomsättning per region och produktkategori (mkr) |              |             |             |                               |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------------------------|
|  | Q4(23)       | Q4(22)      | Tillväxt    | + Justerat för valutaeffekter |
| <b>USA</b>   |              |             |             |                               |
| Instrument   | 3,03         | 0,08        | 3866%       | 3872%                         |
| Sensorer   | 5,27         | 1,74        | 202%        | 203%                          |
| <b>Europa</b>  |              |             |             |                               |
| Instrument   | 0,84         | 1,37        | -39%        | -43%                          |
| Sensorer   | 1,19         | 1,20        | -1%         | -8%                           |
| <b>ROW</b>   |              |             |             |                               |
| Instrument   | 0,33         | 0,16        | 112%        | 103%                          |
| Sensorer   | 0,19         | 0,00        | N.m.        | N.m.                          |
| <b>Totalt</b>  |              |             |             |                               |
| Instrument   | 4,20         | 1,60        | 162%        | 160%                          |
| Sensorer   | 6,65         | 2,95        | 126%        | 121%                          |
| <b>Summa</b>   | <b>10,85</b> | <b>4,55</b> | <b>138%</b> | <b>135%</b>                   |

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

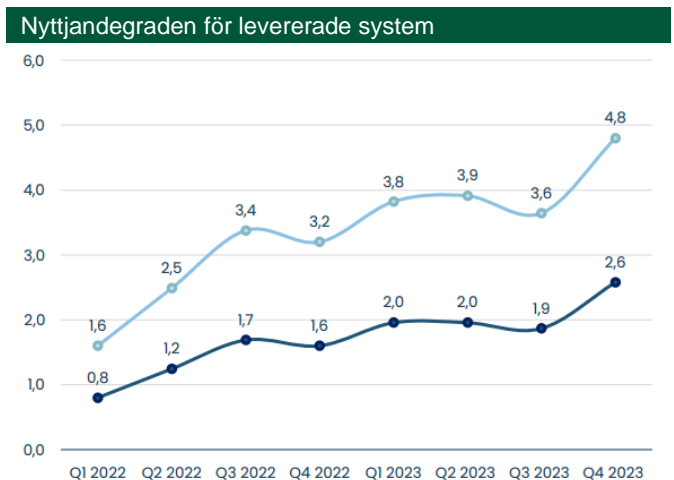


Källa: Bolaget

Den installerade basen passerade 2 000 under Q4 och vi bedömer att drygt 200 system av TetraGraph har installerats under perioden. Antalet sjukhus där systemen finns uppgår till omkring 180.

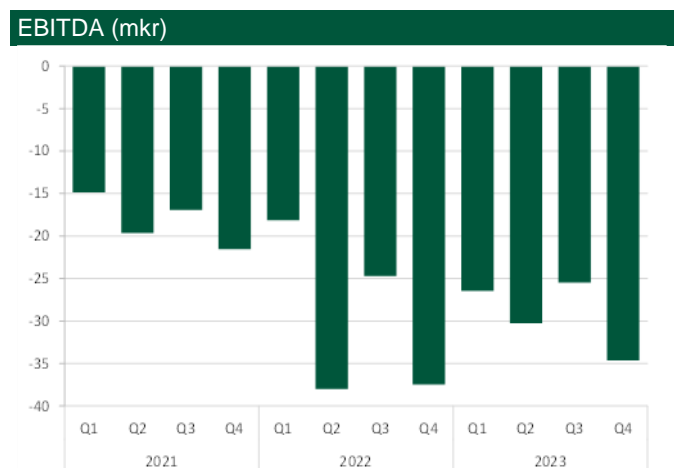


Källa: Bolaget

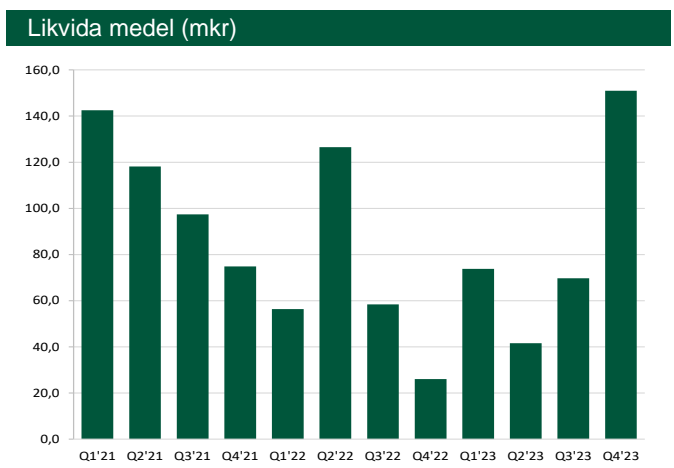


Källa: Bolaget, ljusblå linje avser nyttjande av kunder på nyckelmarknader i Europa och USA, medan mörkblå linje representerar samtliga levererade system

Högre kostnader under kvartalet satte press på lönsamheten som hamnade under vår förväntan, men även här vill vi poängtera att den negativa valutaeffekten på omräkningen av balansposter slog igenom på resultatet. Finansiellt är läget fortsatt stabilt med likvida medel på 151 mkr vid årsskiftet 23/24.



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Uppdaterade prognoser

Som vi redan påpekat är takten i tillväxten något svår att bedöma med precision, utifrån den korta historiken kring hur kunder agerar och en ännu begränsad återkommande intäkt från installerade system. Efter en något svagare utveckling under Q4(23) väljer vi att skruva ned våra prognoser, där övergripande förändringar till och med 2026 visas nedan.

Vi räknar fortsatt med att Senzime kan nå positiva kassaflöden under senare delen av 2025 och positivt resultat under 2026.

| Prognosförändringar 2024-2026 (mkr) |             | 2024E  | 2025E   | 2026E  |
|-------------------------------------|-------------|--------|---------|--------|
| Nettoomsättning                     | Ny          | 79,8   | 198,5   | 349,4  |
|                                     | Tidigare    | 90,8   | 210,0   | 367,5  |
|                                     | Diff (Abs.) | -11,0  | -11,5   | -18,1  |
|                                     | Diff (%)    | -12,1% | -5,5%   | -4,9%  |
| Bruttoresultat                      | Ny          | 39,9   | 126,7   | 256,8  |
|                                     | Tidigare    | 49,2   | 136,3   | 266,4  |
|                                     | Diff (Abs.) | -9,3   | -9,6    | -9,6   |
|                                     | Diff (%)    | -18,9% | -7,1%   | -3,6%  |
| EBITDA                              | Ny          | -87,9  | -15,1   | 56,5   |
|                                     | Tidigare    | -65,0  | 4,2     | 77,2   |
|                                     | Diff (Abs.) | -22,9  | -19,3   | -20,7  |
|                                     | Diff (%)    | -35,3% | -464,0% | -26,8% |
| EPS (SEK)                           | Ny          | -0,9   | -0,3    | 0,3    |
|                                     | Tidigare    | -0,8   | -0,2    | 0,4    |
|                                     | Diff (Abs.) | 0,0    | -0,1    | -0,2   |
|                                     | Diff (%)    | 5,4%   | -64,3%  | 40,6%  |

Källa: Penser by Carnegie

|                                     | 2022         |              |              |              | 2023         |              |              |              | 2024         |              |              |              |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     | Q1           | Q2           | Q3           | Q4           | Q1           | Q2           | Q3           | Q4           | Q1e          | Q2e          | Q3e          | Q4e          |
| <b>Nettoomsättning (mkr)</b>        | <b>2,4</b>   | <b>3,4</b>   | <b>3,7</b>   | <b>4,6</b>   | <b>7,3</b>   | <b>8,5</b>   | <b>9,2</b>   | <b>10,9</b>  | <b>13,5</b>  | <b>16,7</b>  | <b>21,5</b>  | <b>28,1</b>  |
| COGS                                | -3,4         | -4,2         | -5,1         | -5,6         | -6,3         | -6,6         | -6,9         | -7,6         | -8,4         | -9,1         | -10,3        | -12,1        |
| varav avskrivning                   | -2,5         | -2,6         | -4,0         | -4,2         | -4,1         | -4,2         | -4,2         | -4,5         | -4,5         | -4,5         | -4,5         | -4,5         |
| <b>Bruttoresultat</b>               | <b>-1,1</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>1,0</b>   | <b>1,8</b>   | <b>2,2</b>   | <b>3,3</b>   | <b>5,1</b>   | <b>7,6</b>   | <b>11,2</b>  | <b>16,0</b>  |
| Utvecklingskostnader                | -3,3         | -4,4         | -5,3         | -6,5         | -4,9         | -5,4         | -4,2         | -4,9         | -5,0         | -5,4         | -5,2         | -5,0         |
| Försäljningskostnader               | -12,2        | -14,4        | -20,0        | -23,5        | -15,6        | -21,4        | -18,4        | -22,3        | -21,5        | -22,4        | -21,0        | -24,0        |
| Administrationskostnader            | -4,7         | -23,3        | -8,2         | -8,2         | -11,3        | -14,3        | -9,8         | -9,7         | -9,6         | -10,1        | -9,4         | -10,3        |
| Övriga rörelseintäkter              | 3,0          | 2,4          | 7,7          | 3,4          | 0,9          | 5,6          | 4,0          | 4,9          | 3,0          | 3,0          | 3,0          | 3,0          |
| Övriga rörelsekostnader             | -2,6         | -0,5         | -2,3         | -6,7         | -1,4         | -1,7         | -4,5         | -11,3        | -3,5         | -2,5         | -2,5         | -4,0         |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>-18,2</b> | <b>-38,0</b> | <b>-24,7</b> | <b>-37,5</b> | <b>-26,5</b> | <b>-30,2</b> | <b>-25,5</b> | <b>-34,7</b> | <b>-26,1</b> | <b>-24,4</b> | <b>-18,5</b> | <b>-18,9</b> |
| Avskrivningar                       | -2,8         | -2,9         | -4,9         | -5,0         | -5,0         | -5,1         | -5,1         | -5,4         | -5,4         | -5,4         | -5,4         | -5,4         |
| <b>EBIT</b>                         | <b>-21,0</b> | <b>-40,9</b> | <b>-29,6</b> | <b>-42,5</b> | <b>-31,4</b> | <b>-35,3</b> | <b>-30,6</b> | <b>-40,1</b> | <b>-31,5</b> | <b>-29,8</b> | <b>-23,9</b> | <b>-24,3</b> |
| Finansnetto                         | 0,0          | 0,0          | -0,2         | -0,2         | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,5          | 0,5          | 0,4          | 0,4          | 0,3          |
| <b>Resultat före skatt</b>          | <b>-21,0</b> | <b>-40,9</b> | <b>-29,8</b> | <b>-42,7</b> | <b>-31,7</b> | <b>-35,3</b> | <b>-30,6</b> | <b>-39,6</b> | <b>-31,0</b> | <b>-29,4</b> | <b>-23,5</b> | <b>-24,0</b> |
| Skatt                               | 0,4          | 0,5          | 0,9          | -0,2         | 0,9          | 0,9          | 0,4          | 0,8          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,2          |
| <b>Periodens resultat</b>           | <b>-20,5</b> | <b>-40,4</b> | <b>-28,9</b> | <b>-42,9</b> | <b>-30,8</b> | <b>-34,4</b> | <b>-30,2</b> | <b>-38,8</b> | <b>-30,6</b> | <b>-28,9</b> | <b>-23,0</b> | <b>-23,8</b> |
| Antal aktier före utspädning        | 62,5         | 69,9         | 69,9         | 69,9         | 82,6         | 82,6         | 100,1        | 119,7        | 119,7        | 119,7        | 119,7        | 119,7        |
| Antal aktier efter utspädning       | 62,6         | 77,6         | 77,6         | 77,6         | 90,3         | 90,3         | 102,2        | 119,7        | 119,7        | 119,7        | 119,7        | 119,7        |
| EPS                                 | -0,3         | -0,5         | -0,4         | -0,6         | -0,3         | -0,4         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,2         | -0,2         | -0,2         |
| Tillväxt (y/y)                      | 64%          | -22%         | 159%         | 22%          | 209%         | 149%         | 146%         | 138%         | 85%          | 97%          | 135%         | 159%         |
| Tillväxt (q/q)                      | -36%         | 44%          | 9%           | 22%          | 60%          | 16%          | 8%           | 19%          | 24%          | 24%          | 29%          | 31%          |
| Bruttomarginal, exkl. avskrivningar | 63%          | 52%          | 71%          | 68%          | 69%          | 71%          | 70%          | 72%          | 71%          | 73%          | 73%          | 73%          |
| EBITDA-marginal                     | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         |
| EBIT-marginal                       | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         | Neg.         |

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Detaljerade helårsprognoser 2020-2027 (mkr)

|                                     | 2020         | 2021         | 2022          | 2023          | 2024e         | 2025e        | 2026e        | 2027e        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning (mkr)</b>        | <b>9,3</b>   | <b>11,0</b>  | <b>14,0</b>   | <b>35,8</b>   | <b>79,8</b>   | <b>198,5</b> | <b>349,4</b> | <b>576,4</b> |
| COGS                                | -16,7        | -15,9        | -18,4         | -27,4         | -39,9         | -71,8        | -92,6        | -149,9       |
| varav avskrivning                   | -11,3        | -10,9        | -13,4         | -16,9         | -18,0         | -18,0        | -18,0        | -18,0        |
| <b>Bruttoresultat</b>               | <b>-7,4</b>  | <b>-4,9</b>  | <b>-4,4</b>   | <b>8,3</b>    | <b>39,9</b>   | <b>126,7</b> | <b>256,8</b> | <b>426,6</b> |
| Utvecklingskostnader                | -8,2         | -12,5        | -19,5         | -19,4         | -20,6         | -22,2        | -28,4        | -43,0        |
| Försäljningskostnader               | -16,1        | -39,5        | -70,0         | -77,7         | -88,9         | -103,7       | -126,0       | -198,0       |
| Administrationskostnader            | -15,1        | -28,2        | -44,3         | -45,1         | -39,4         | -42,4        | -48,0        | -64,6        |
| Övriga rörelseintäkter              | 1,1          | 2,9          | 16,5          | 15,3          | 12,0          | 9,7          | 10,5         | 11,5         |
| Övriga rörelsekostnader             | -2,8         | -1,9         | -12,1         | -18,8         | -12,5         | -5,4         | -8,4         | -9,2         |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>-37,0</b> | <b>-73,0</b> | <b>-118,4</b> | <b>-116,8</b> | <b>-87,9</b>  | <b>-15,1</b> | <b>56,5</b>  | <b>123,3</b> |
| Avskrivningar                       | -11,4        | -11,2        | -15,6         | -20,6         | -21,6         | -22,2        | -22,8        | -30,0        |
| <b>EBIT</b>                         | <b>-48,4</b> | <b>-84,2</b> | <b>-133,9</b> | <b>-137,4</b> | <b>-109,5</b> | <b>-37,3</b> | <b>33,7</b>  | <b>93,3</b>  |
| Finansnetto                         | -0,1         | -0,1         | -0,5          | 0,2           | 1,6           | 1,2          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Resultat före skatt</b>          | <b>-48,5</b> | <b>-84,3</b> | <b>-134,4</b> | <b>-137,2</b> | <b>-107,9</b> | <b>-36,1</b> | <b>33,7</b>  | <b>93,3</b>  |
| Skatt                               | 1,5          | 2,1          | 1,7           | 3,0           | 1,7           | 1,3          | -2,0         | -7,5         |
| <b>Periodens resultat</b>           | <b>-46,9</b> | <b>-82,1</b> | <b>-132,7</b> | <b>-134,2</b> | <b>-106,3</b> | <b>-34,8</b> | <b>31,6</b>  | <b>85,8</b>  |
| Antal aktier före utspädning        | 58,7         | 62,5         | 69,9          | 119,7         | 119,7         | 119,7        | 119,7        | 119,7        |
| Antal aktier efter utspädning       | 58,9         | 62,7         | 77,6          | 119,7         | 119,7         | 119,7        | 119,7        | 119,7        |
| EPS                                 | -1,34        | -1,26        | -1,12         | -1,01         | -0,89         | -0,29        | 0,26         | 0,72         |
| Tillväxt (y/y)                      | 39%          | 18%          | 28%           | 155%          | 123%          | 149%         | 76%          | 65%          |
| Bruttomarginal, exkl. avskrivningar | 42%          | 54%          | 64%           | 71%           | 73%           | 73%          | 74%          | 74%          |
| EBITDA-marginal                     | Neg.         | Neg.         | Neg.          | Neg.          | Neg.          | -8%          | 16%          | 25%          |
| EBIT-marginal                       | Neg.         | Neg.         | Neg.          | Neg.          | Neg.          | Neg.         | 10%          | 16%          |

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värdering av Senzime tar stöd från en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår värdering består av en explicit prognosperiod som sträcker sig tio år framåt och därefter utgår vi från nedanstående terminala antaganden. Baserat på våra prognoser får vi ett DCF-värde om 13,1 kr (13,9 kr) och utifrån det sätter vi vårt motiverade värde till 13–14 kr (13–14 kr).

| Värderingsantaganden DCF-modell         |              |       |
|---|--------------|-------|
| <b>Värdering (mkr)</b>                  |              |       |
| Nuvärdet av fria kassaflöden            | 676          |       |
| Nuvärdet av terminalvärde               | 753          |       |
| <b>Företagsvärde (EV)</b>               | <b>1 429</b> |       |
| Nettoskuld, senast rapporterad          | -140         |       |
| Minoritetsintressen och övrigt          | 0            |       |
| <b>Eget kapital</b>                     | <b>1 568</b> |       |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 120          |       |
| <b>Eget kapital per aktie (kr)</b>      | <b>13,1</b>  |       |
| <i>Källa: Penser by Carnegie</i>        |              |       |
| <b>WACC-antaganden</b>                  |              |       |
| Risikfri ränta                          | 2,5%         |       |
| Risikpremie                             | 5,5%         |       |
| Småbolagspremie                         | 7,0%         |       |
| Extra risk-premie                       | 0,0%         |       |
| <b>WACC</b>                             | <b>15,0%</b> |       |
| <b>Antaganden terminalvärde</b>         |              |       |
| Långsiktig tillväxt                     |              | 3,0%  |
| Långsiktig EBITDA-marginal              |              | 30,0% |
| Avskrivningar, % av omsättning          |              | 2,0%  |
| Capex, % av omsättning                  |              | 2,0%  |
| Rörelsekapital, % av omsättning         |              | 3,0%  |
| Skattesats                              |              | 20,6% |

| Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt |      |      |             |      |      |
|--|------|------|-------------|------|------|
|  | 1,0% | 2,0% | 3,0%        | 4,0% | 5,0% |
| 13,0%                                      | 15,3 | 16,1 | 17,0        | 18,1 | 19,5 |
| 14,0%                                      | 13,6 | 14,2 | 14,9        | 15,7 | 16,7 |
| 15,0%                                      | 12,1 | 12,6 | <b>13,1</b> | 13,7 | 14,5 |
| 16,0%                                      | 10,9 | 11,2 | 11,7        | 12,1 | 12,7 |
| 17,0%                                      | 9,8  | 10,1 | 10,4        | 10,8 | 11,3 |

*Källa: Penser by Carnegie*

| Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal |       |       |             |       |       |
|---|-------|-------|-------------|-------|-------|
|   | 20,0% | 25,0% | 30,0%       | 35,0% | 40,0% |
| 13,0%   | 13,8  | 15,4  | 17,0        | 18,6  | 20,2  |
| 14,0%   | 12,2  | 13,5  | 14,9        | 16,2  | 17,5  |
| 15,0%   | 10,9  | 12,0  | <b>13,1</b> | 14,2  | 15,3  |
| 16,0%   | 9,8   | 10,7  | 11,7        | 12,6  | 13,5  |
| 17,0%   | 8,9   | 9,7   | 10,4        | 11,2  | 12,0  |

*Källa: Penser by Carnegie*

Nedan har vi sammanställt multiplar för ett antal jämförbara bolag som handlas på börser i Norden. Vi vil poängtera att flertalet av bolagens prognoser är baserade på estimat från ett fåtal analytiker och därmed ska tolkas med försiktighet.

| Värderingsmultiplar jämförbara nordiska bolag |      |             |             |             |              |              |       |              |              |              |
|---|------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------|--------------|--------------|--------------|
|   | Land | EV/S        |             |             | EV/EBITDA    |              |       | EV/EBIT      |              |              |
|   |      | 2024        | 2025        | 2026        | 2024         | 2025         | 2026  | 2024         | 2025         | 2026         |
| Bonesupport                                   | Sve  | 13,4x       | 9,8x        | 7,7x        | 78,4x        | 34,7x        | 33,5x | 83,4x        | 35,8x        | 25,3x        |
| ContextVision                                 | No   | 3,6x        | 3,4x        | -           | 8,3x         | 7,6x         | -     | 9,8x         | 8,8x         | -            |
| Devysr Diagnostics                            | Sve  | 4,3x        | 3,1x        | 2,7x        | 60,2x        | 15,3x        | -     | 162,8x       | 19,6x        | 11,7x        |
| Implantica                                    | Sve  | 35,0x       | 6,2x        | 1,4x        | Neg.         | Neg.         | Neg.  | Neg.         | Neg.         | Neg.         |
| Integrum                                      | Sve  | 4,8x        | 3,0x        | -           | Neg.         | -            | -     | 30,5x        | 14,3x        | -            |
| OssDsign                                      | Sve  | 5,9x        | 4,3x        | 3,2x        | Neg.         | Neg.         | Neg.  | Neg.         | Neg.         | Neg.         |
| Paxman  | Sve  | 2,5x        | 1,7x        | -           | 10,2x        | 5,8x         | -     | 13,3x        | 6,9x         | -            |
| Sedana Medical                                | Sve  | 7,4x        | 5,7x        | 3,6x        | Neg.         | Neg.         | 36,4x | Neg.         | Neg.         | 97,4x        |
| <b>Medel</b>                                  |      | <b>9,1x</b> | <b>4,5x</b> | <b>3,7x</b> | <b>39,3x</b> | <b>15,9x</b> |       | <b>55,4x</b> | <b>16,8x</b> | <b>44,8x</b> |
| <b>Median</b>                                 |      | <b>5,0x</b> | <b>3,4x</b> | <b>3,2x</b> | <b>35,2x</b> | <b>11,4x</b> |       | <b>31,5x</b> | <b>14,8x</b> | <b>25,3x</b> |
| Senzime (våra estimat)                        |      | 10,2x       | 4,1x        | 2,3x        | Neg.         | Neg.         | 14,4x | Neg.         | Neg.         | 24,2x        |

*Källa: Factset, Penser by Carnegie*

| Resultaträkning                      |            |            |            |             |             |             |            |            |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
|                                      | 2019       | 2020       | 2021       | 2022        | 2023        | 2024e       | 2025e      | 2026e      |
| <b>Nettoomsättning</b>               | 7          | 9          | 11         | 14          | 36          | 80          | 199        | 349        |
| Kostnad sålda varor                  | -14        | -17        | -16        | -18         | -27         | -40         | -72        | -93        |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>-7</b>  | <b>-7</b>  | <b>-5</b>  | <b>-4</b>   | <b>8</b>    | <b>40</b>   | <b>127</b> | <b>257</b> |
| Försäljningskostnader                | -22        | -16        | -40        | -70         | -78         | -89         | -104       | -126       |
| Administrationskostnader             | 0          | -15        | -28        | -44         | -45         | -39         | -42        | -48        |
| R&D-kostnader                        | -5         | -8         | -13        | -19         | -19         | -21         | -22        | -28        |
| Övriga rörelsekostnader              | 11         | 10         | 12         | 20          | 17          | 21          | 27         | 2          |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>-23</b> | <b>-37</b> | <b>-73</b> | <b>-118</b> | <b>-117</b> | <b>-88</b>  | <b>-15</b> | <b>56</b>  |
| <b>EBITDA, justerad</b>              | <b>-23</b> | <b>-37</b> | <b>-73</b> | <b>-118</b> | <b>-117</b> | <b>-88</b>  | <b>-15</b> | <b>56</b>  |
| Avskrivningar                        | -11        | -11        | -11        | -16         | -21         | -22         | -22        | -23        |
| <b>EBITA, justerad</b>               | <b>-34</b> | <b>-48</b> | <b>-84</b> | <b>-134</b> | <b>-137</b> | <b>-109</b> | <b>-37</b> | <b>34</b>  |
| <b>EBIT</b>                          | <b>-34</b> | <b>-48</b> | <b>-84</b> | <b>-134</b> | <b>-137</b> | <b>-109</b> | <b>-37</b> | <b>34</b>  |
| <b>EBIT, justerad</b>                | <b>-34</b> | <b>-48</b> | <b>-84</b> | <b>-134</b> | <b>-137</b> | <b>-109</b> | <b>-37</b> | <b>34</b>  |
| Finansnetto                          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           | 2           | 1          | 0          |
| <b>Resultat före skatt</b>           | <b>-34</b> | <b>-48</b> | <b>-84</b> | <b>-134</b> | <b>-137</b> | <b>-108</b> | <b>-36</b> | <b>34</b>  |
| <b>Resultat före skatt, justerad</b> | <b>-34</b> | <b>-48</b> | <b>-84</b> | <b>-134</b> | <b>-137</b> | <b>-108</b> | <b>-36</b> | <b>34</b>  |
| Total skatt                          | 2          | 2          | 2          | 2           | 3           | 2           | 1          | -2         |
| <b>Nettoresultat</b>                 | <b>-33</b> | <b>-47</b> | <b>-82</b> | <b>-133</b> | <b>-134</b> | <b>-106</b> | <b>-35</b> | <b>32</b>  |
| <b>Nettoresultat, justerad</b>       | <b>-33</b> | <b>-47</b> | <b>-82</b> | <b>-133</b> | <b>-134</b> | <b>-106</b> | <b>-35</b> | <b>32</b>  |
| Intäktstillväxt                      | -          | 39%        | 18%        | 28%         | >100%       | >100%       | >100%      | 76%        |
| Bruttomarginal                       | Neg.       | Neg.       | Neg.       | Neg.        | 23,3%       | 50,0%       | 63,8%      | 73,5%      |
| EBIT-marginal, justerad              | Neg.       | Neg.       | Neg.       | Neg.        | Neg.        | Neg.        | Neg.       | 9,6%       |
| EPS, justerad                        | -0,65      | -0,80      | -1,31      | -1,71       | -1,12       | -0,89       | -0,29      | 0,26       |
| EPS-tillväxt, justerad               | -          | N.m.       | N.m.       | N.m.        | N.m.        | N.m.        | N.m.       | N.m.       |

Källa: Senzime, Carnegie

| Kassaflödesanalys                                     |            |             |            |             |             |            |            |            |
|---|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|   | 2019       | 2020        | 2021       | 2022        | 2023        | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
| EBIT  | -34        | -48         | -84        | -134        | -137        | -109       | -37        | 34         |
| Övriga kassaflödesposter                              | 12         | 12          | 13         | 17          | 22          | 24         | 24         | 23         |
| Förändringar i rörelsekapital                         | -4         | -2          | -10        | -20         | 1           | 6          | -1         | -2         |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>-27</b> | <b>-38</b>  | <b>-81</b> | <b>-137</b> | <b>-114</b> | <b>-80</b> | <b>-15</b> | <b>55</b>  |
| Investeringar i anläggningstillgångar                 | 0          | 0           | -1         | -1          | -1          | -1         | -2         | -3         |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar    | -4         | 0           | -2         | -4          | -7          | -11        | -15        | -31        |
| <b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>         | <b>-4</b>  | <b>0</b>    | <b>-3</b>  | <b>-5</b>   | <b>-8</b>   | <b>-12</b> | <b>-17</b> | <b>-34</b> |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>-30</b> | <b>-39</b>  | <b>-84</b> | <b>-142</b> | <b>-122</b> | <b>-92</b> | <b>-32</b> | <b>20</b>  |
| Nyemission / återköp                                  | 29         | 169         | 0          | 95          | 250         | 0          | 0          | 0          |
| Förändring av skulder                                 | -1         | -1          | -1         | -2          | -4          | -3         | -3         | -3         |
| <b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>        | <b>29</b>  | <b>168</b>  | <b>-1</b>  | <b>92</b>   | <b>247</b>  | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>-2</b>  | <b>129</b>  | <b>-85</b> | <b>-50</b>  | <b>125</b>  | <b>-95</b> | <b>-35</b> | <b>17</b>  |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>-31</b> | <b>-158</b> | <b>-73</b> | <b>-13</b>  | <b>-140</b> | <b>-43</b> | <b>-5</b>  | <b>-20</b> |

Källa: Senzime, Carnegie

## Balansräkning

|  | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                          |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Övriga immateriella tillgångar             | 94         | 82         | 74         | 243        | 227        | 219        | 216        | 225        |
| Materiella anläggningstillgångar           | 0          | 0          | 1          | 2          | 3          | 4          | 6          | 7          |
| Övriga anläggningstillgångar               | 1          | 3          | 4          | 18         | 16         | 17         | 19         | 24         |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>         | <b>94</b>  | <b>85</b>  | <b>79</b>  | <b>263</b> | <b>246</b> | <b>240</b> | <b>240</b> | <b>256</b> |
| Varulager                                  | 2          | 4          | 9          | 22         | 20         | 25         | 32         | 44         |
| Kundfordringar                             | 3          | 3          | 5          | 4          | 9          | 11         | 20         | 30         |
| Övriga omsättningstillgångar               | 1          | 6          | 7          | 6          | 7          | 10         | 14         | 18         |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 31         | 160        | 75         | 26         | 151        | 56         | 22         | 39         |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>         | <b>37</b>  | <b>174</b> | <b>96</b>  | <b>58</b>  | <b>187</b> | <b>102</b> | <b>88</b>  | <b>131</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>                    | <b>131</b> | <b>259</b> | <b>175</b> | <b>322</b> | <b>433</b> | <b>343</b> | <b>328</b> | <b>387</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Eget kapital                               | 110        | 231        | 151        | 262        | 375        | 269        | 234        | 266        |
| <b>Summa eget kapital</b>                  | <b>110</b> | <b>231</b> | <b>151</b> | <b>262</b> | <b>375</b> | <b>269</b> | <b>234</b> | <b>266</b> |
| Långfristiga leaseingskulder               | 0          | 1          | 1          | 11         | 9          | 11         | 13         | 14         |
| Övriga långfristiga skulder                | 13         | 12         | 11         | 28         | 26         | 27         | 28         | 31         |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>          | <b>13</b>  | <b>13</b>  | <b>12</b>  | <b>39</b>  | <b>34</b>  | <b>38</b>  | <b>41</b>  | <b>45</b>  |
| Leverantörsskulder                         | 3          | 5          | 4          | 7          | 5          | 11         | 18         | 28         |
| Kortfristiga leaseingskulder               | 0          | 1          | 1          | 3          | 3          | 3          | 5          | 6          |
| Övriga kortfristiga skulder                | 4          | 9          | 7          | 11         | 16         | 21         | 30         | 42         |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>          | <b>8</b>   | <b>14</b>  | <b>12</b>  | <b>21</b>  | <b>24</b>  | <b>36</b>  | <b>53</b>  | <b>76</b>  |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>      | <b>131</b> | <b>259</b> | <b>175</b> | <b>322</b> | <b>433</b> | <b>343</b> | <b>328</b> | <b>387</b> |

Källa: Sensime, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

|                           | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkstillväxt            | -    | 39%  | 18%  | 28%  | >100% | >100% | >100% | 76%   |
| EBITDA-tillväxt, justerad | -    | N.m. | N.m. | N.m. | N.m.  | N.m.  | N.m.  | N.m.  |
| EBIT-tillväxt, justerad   | -    | N.m. | N.m. | N.m. | N.m.  | N.m.  | N.m.  | N.m.  |
| EPS-tillväxt, justerad    | -    | N.m. | N.m. | N.m. | N.m.  | N.m.  | N.m.  | N.m.  |
| Bruttomarginal            | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 23,3% | 50,0% | 63,8% | 73,5% |
| EBITDA-marginal           | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 16,2% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 16,2% |
| EBIT-marginal             | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 9,6%  |
| EBIT-marginal, justerad   | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 9,6%  |
| Vinstmarginal, justerad   | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 9,1%  |

Källa: Sensime, Carnegie

## Avkastning

|                | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad  | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | 13%   |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | 13%   |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  | 14%   |

Källa: Sensime, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

|  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter                    | 36%  | 42%  | 82%  | >100% | 57%  | 31%   | 16%   | 13%   |
| Kundfordringar / totala intäkter               | 38%  | 35%  | 45%  | 30%   | 24%  | 14%   | 10%   | 9%    |
| Leverantörsskulder / KSV                       | 22%  | 28%  | 25%  | 40%   | 19%  | 28%   | 25%   | 30%   |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 25%  | 31%  | 14%  | 16%   | 15%  | 21%   | 25%   | 26%   |
| Rörelsekapital / totala intäkter               | -20% | 3%   | 90%  | 97%   | 43%  | 17%   | 9%    | 6%    |
| Kapitalomsättningshastighet                    | 0,1x | 0,0x | 0,1x | 0,1x  | 0,1x | 0,3x  | 0,8x  | 1,2x  |

Källa: *Senzime, Carnegie*

## Finansiell ställning

|                         | 2019  | 2020  | 2021  | 2022 | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld              | -31   | -158  | -73   | -13  | -140  | -43   | -5    | -20   |
| Soliditet               | 84%   | 89%   | 86%   | 81%  | 87%   | 79%   | 72%   | 69%   |
| Nettoskultsättningsgrad | -0,3x | -0,7x | -0,5x | 0,0x | -0,4x | -0,2x | 0,0x  | -0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA     | 1,3x  | 4,3x  | 1,0x  | 0,1x | 1,2x  | 0,5x  | 0,3x  | -0,3x |

Källa: *Senzime, Carnegie*

## Aktiedata

|                                      | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS                                  | -0,65 | -0,80 | -1,31 | -1,71 | -1,12 | -0,89 | -0,29 | 0,26  |
| EPS, justerad                        | -0,65 | -0,80 | -1,31 | -1,71 | -1,12 | -0,89 | -0,29 | 0,26  |
| FCF per aktie                        | -0,60 | -0,66 | -1,34 | -1,83 | -1,02 | -0,77 | -0,26 | 0,17  |
| Utdelning per aktie                  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Eget kapital per aktie               | 2,19  | 3,93  | 2,41  | 3,38  | 3,14  | 2,25  | 1,96  | 2,22  |
| Antal aktier vid årets slut, m       | 50,1  | 58,9  | 62,7  | 77,6  | 120   | 120   | 120   | 120   |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 50,1  | 58,9  | 62,7  | 77,6  | 120   | 120   | 120   | 120   |

Källa: *Senzime, Carnegie*

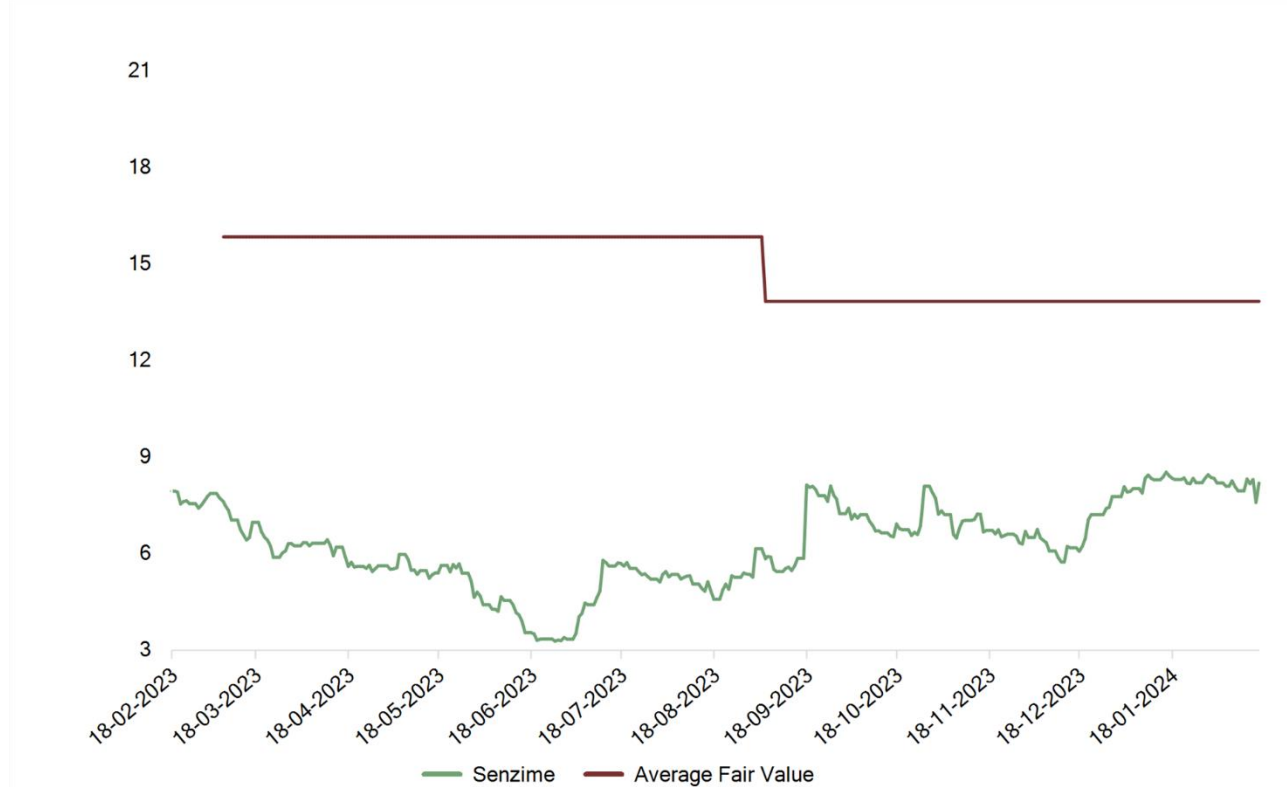
## Värdering

|                           | 2019   | 2020   | 2021   | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e  | 2026e |
|---------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| P/E, justerad             | Neg.   | Neg.   | Neg.   | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.   | 29,7x |
| P/EK                      | 8,3x   | 6,1x   | 9,5x   | 3,2x  | 2,4x  | 3,5x  | 4,0x   | 3,5x  |
| P/FCF                     | Neg.   | Neg.   | Neg.   | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.   | 46,3x |
| FCF-yield                 | Neg.   | Neg.   | Neg.   | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.   | 2%    |
| Direktavkastning          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  |
| EV/Sales                  | 130,5x | 134,1x | 123,1x | 52,6x | 21,0x | 10,0x | 4,0x   | 2,3x  |
| EV/EBITDA, justerad       | Neg.   | Neg.   | Neg.   | Neg.  | Neg.  | -9,1x | -52,9x | 14,2x |
| EV/EBIT, justerad         | Neg.   | Neg.   | Neg.   | Neg.  | Neg.  | -7,3x | -21,4x | 23,8x |
| EV                        | 876    | 1 252  | 1 352  | 738   | 750   | 800   | 800    | 800   |
| Aktiekurs                 | 18,2   | 24,0   | 22,8   | 10,7  | 7,4   | 7,9   | 7,9    | 7,9   |

Källa: *Senzime, Carnegie*

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Senzime (SEZI SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

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

## Penser by Carnegie

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

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

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

### Penser Future by Carnegie

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

## Uppdateringsfrekvens

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

## Analytiker intyganden

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

## Potentiella intressekonflikter

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

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

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

## Andra väsentliga intressekonflikter

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

## Distributionsbegränsningar

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

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

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

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

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

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

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

### **Analysdisclaimer**

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

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

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

### **Företagsspecifika upplysningar**

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

Copyright © 2024 Carnegie

---

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