



## Penser Access by Carnegie

Diversifierade teleoperatörer | Sverige | 08 maj 2024

# Transtema

## Lättar framöver

### Oförändrat svår marknad, men den har inte blivit sämre

Med en telekommunikationsmarknad som har lägre investeringar har Transtema inte kunnat kompensera för nedstängningen av kopparnätet och den organiska tillväxten var -27% i Q1 jämfört med -17% i Q3 och Q4. Vi noterar dock att efterfrågan inte verkar ha accelererat på nedsidan sekventiellt – den är relativt stabil på en låg nivå. Detta är viktigt då Transtema har tre kvartal bakom sig med tvåsiffriga negativ organisk tillväxt, vilket innebär att vi snart borde ha det värsta bakom oss.

### Marginalen under press

Med press från den organiska tillväxten och med högre kostnader för extra resurser och övertid för att säkerställa punktlig leverans av pågående projekt kom marginalen under press – EBITA-marginalen minskade 5,1 procentenheter y/y till 0,6%. När volymerna återkommer räknar vi med att hävstången kommer fungera i andra riktningen och vi räknar med att se god marginalexpansion.

### Nya avtal kommer bidra från H2

Avtalet om 100 mkr per år som tecknades med en stor telekomoperatör kommer att börja levereras på i H2. Utöver detta kommer GlobalConnects avtal börja påverka under året och sammanfattningsvis bedömer vi att vi kommer se en successiv återhämtning från H2. Med en lägre bas efter det utmanande Q1 sänker vi dock våra EBITDA-estimat med 8-16% för 2024-2026e och sänker vårt motiverade värde till 23-27 kr (29-33 kr). Vi höjer även vårt avkastningskrav från 12% till 14% för att reflektera den utmanande marknaden.

Estimatändring	2024e		
	24e	25e	26e

Totala intäkter	-5,4%	-5,4%	-3,6%
EBITDA, just.	-16,3%	-13,4%	-7,5%
EPS, just.	-34,5%	-24,9%	-11,7%

### Kommande händelser

Q2 - rapport	15 augusti 2024
Q3 - rapport	07 november 2024

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	42m
Börsvärde	486
Nettoskuld	264
EV	751
Free float	65%
Daglig handelsvolym, snitt	69k
Bloomberg Ticker	TRANS SS EQUITY

### Analytiker

Markus Almerud  
markus.almerud@carnegie.se

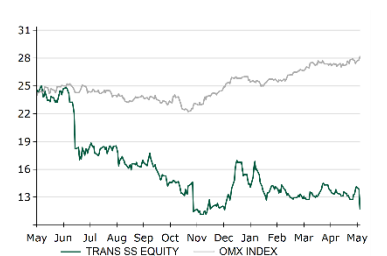
Prognos (mkr)	2024e			
	2023	2024e	2025e	2026e

Totala intäkter	2 689	2 457	2 629	2 761
Tillväxt	9%	-9%	7%	5%
EBITDA, just.	223	212	245	276
EBIT, just.	90	93	117	142
EPS, just.	4,9	1,3	1,9	2,5
EPS-tillväxt, just.	47%	-73%	44%	31%
EK/aktie	13,4	14,5	16,4	18,9
EBIT-marginal	2,2%	3,5%	4,5%	5,1%
ROE, just.	43,1%	9,4%	12,2%	14,0%
ROCE, just.	35,6%	10,4%	13,4%	15,4%
EV/Sales	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	4,2x	3,5x	3,1x	2,7x
EV/EBIT	10,3x	8,1x	6,4x	5,3x
P/E, just.	3,1x	8,9x	6,2x	4,7x
P/EK	1,1x	0,8x	0,7x	0,6x
FCF yield	8%	30%	38%	44%
Nettoskuld/EBITDA	1,5x	1,1x	0,4x	-0,1x

Värde och risk	
----------------	--

Motiverat värde	23,0 - 27,0 kr
Aktiekurs	11,7 kr
Riskenivå	Medel

### Kursutveckling 12 mån



### Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**Tydlig strategi som till stor del är exekverad på:** Transtema har låg kapitalbindning och hög lönsamhet och prioriterar tillväxt i närliggande produktområden och geografier. De "gräver där de står", vilket minskar risken i tillväxtstrategin. Inför bytet till börsens huvudlista hösten 2021 satte bolaget nya mål med en klar färdplan som sträckte sig till 2025. Efter knappt ett år hade de redan exekverat cirka 70% av tillväxten. Lönsamheten samt snabb exekvering av den satta strategin är alla tecken på bolagets höga kvalitet.

**Marknaden har förbiset Transtemas vinstutveckling:** Gapet mellan kursutveckling och vinst är stort – marknaden verkar helt förbise Transtemas vinstutveckling. En anledning kan vara Telias historiska dominans som kund. Med förvärvet av Tessta i mars 2022 sjönk dock Telias andel av försäljningen från över 70% till under 50% och vi tror denna andel kommer minska till åtminstone en tredjedel de kommande åren. Detta borde leda till en omvärdering av bolaget.

**Enorm tillväxtpotential:** Transtemas expansion sker i tre vertikaler – närliggande produktområden, nya kunder och geografiskt. Med förvärvet av Tessta gick de in i Norge samt blev en betydande kund hos Telenor. Detta skapade en möjlighet till fortsatt expansion i Norge samt hos Telenor som kund. Vi tror att det kommer mer av detta. Samtidigt har operatörerna accelererat sin outsourcing för att synliggöra värden och tillåta fokus på nya intäktströmmar. Detta betyder att de behöver sina partners i allt högre grad, samtidigt som det skapas nya möjligheter för tillväxt för bolag såsom Transtema.

**Hållbar verksamhet kommer leda till högre marknadsandelar:** Säkert och hållbart börjar idag bli skall-krav vid upphandlingar och med ökade krav tror vi Transtema kan vinna marknadsandelar. Bolaget har tydliga och mätbara mål samt handlingsplaner för varje område. Hållbarhetsarbetet är kopplat till FN:s Agenda 2030, de globala målen samt FN:s Global Compact. CO2-utsläppen ska vara noll 2030 inom Scope 1 och 2 medan indirekta utsläpp (Scope 3) ska minska med 50%.

## Bolagsbeskrivning

Transtema, som grundades 1997, är idag ett av Sveriges ledande företag när det gäller att bygga, underhålla och sköta driften av olika typer av kommunikationsnät – mobila nät, fiber och koppar.

Målgruppen är teleoperatörer, stadsnät, kraftbolag, myndigheter och större företag. Med sina multitekniker kan Transtema verka brett över flera teknologier, från nedmontering av de gamla 3G-näten samt service och uppgradering av de befintliga näten, till nyinstallation av 5G-nät och IoT-infrastruktur (Internet of Things).

## Värdering

Vi värderar Transtema med ett genomsnitt av ett antal målmultiplar. Vi har valt att applicera våra multiplar på 2025 års vinst och har sedan nuvärdesberäknat dessa. Vi använder ett genomsnitt mellan P/E, EV/EBITA och EV/EBITDA.

## Motiverat värde

23-27 kr (29-33 kr)

## Kvartalet i korthet

Omsättningen sjönk 27% organiskt i Q1 (Figur 1). Både Sverige och Norge bidrog till nedgången som berodde på en blandning av att de i en telekommunikationsmarknad med lägre investeringar inte har lyckats kompensera för den pågående avvecklingen av kopparnätet. Investeringarna i försäljningsorganisationen fortsätter vilket har gett en ökning av antalet inkommande leads. Även om det sannolikt tar tid för dessa att ge materiella bidrag är det positivt.

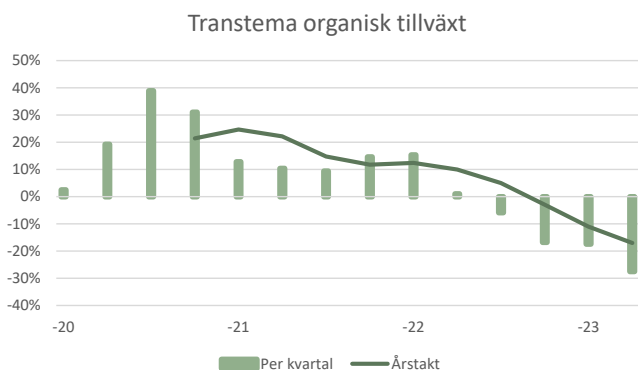
Efter kvartalets utgång tecknade Transtema en stor nordisk affär med GlobalConnect. Avtalet avser service och underhåll av GlobalConnects kommunikationsinfrastruktur i Sverige, Norge, Finland och Danmark och gäller tre år med en option på ytterligare tre år. Genom avtalet blir Transtema ensam leverantör av service och underhållsaffären i Norden. Det uppskattade ordervärdet för de initiala tre åren uppgår till ca 200 mkr vilket kan komma att utökas med ytterligare beställningar. Vi bedömer dessutom att avtalet ökar Transtemas chans att vinna anbud på GlobalConnects installationsaffär. Dessutom gör affären Transtema till en helhetsleverantör i Norge då de adderar service och underhåll i landet.

Under Q4'23 påbörjades leverans av avtalet med Telia Towers, som väntas uppgå till 150 mkr på 3 år. Dessutom ingicks en avsiktsförklaring med en större teleoperatör avseende planering, design, projektering samt installation av tekniska anläggningar för kommunikationsnät i slutet av 2023. Avsiktsförklaringen gäller tre år och har ett uppskattat värde om ca 300 mkr. Vi bedömer att Transtema kan börja leverera på denna order under H2'24. Även om dessa ordrar inte helt kommer kompensera från bortfallet av omsättning från nedstängningen av kopparnätet är bidraget centralt för att dämpa bortfallet.

EBITA-marginalen var fortsatt under press från den organiska tillväxten men förbättrades sekventiellt (Figur 2). Q1 är säsongsmässigt svagt, men vi räknar med att marginalen fortsätter att trenda upp under 2024.

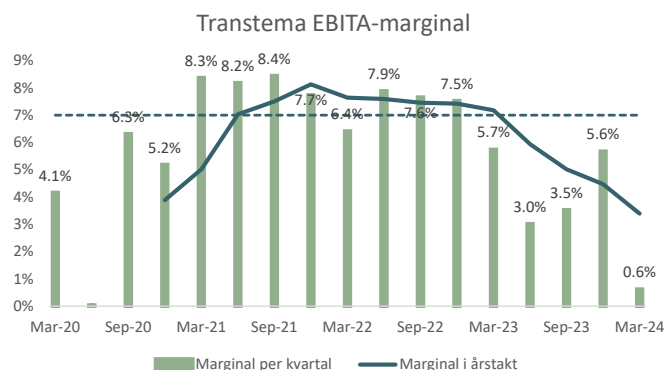
Transtema har nu tre kvartal bakom sig med tvåsiffrig negativ organisk tillväxt utan att efterfrågan har försämrats sekventiellt. Det innebär att när vi går in i H2 är jämförelsetalen lättare samtidigt som nya avtal kommer börja få en effekt. Vår bedömning är med andra ord att det inte kommer bli sämre framöver.

Figur 1: Utmanade marknad...



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

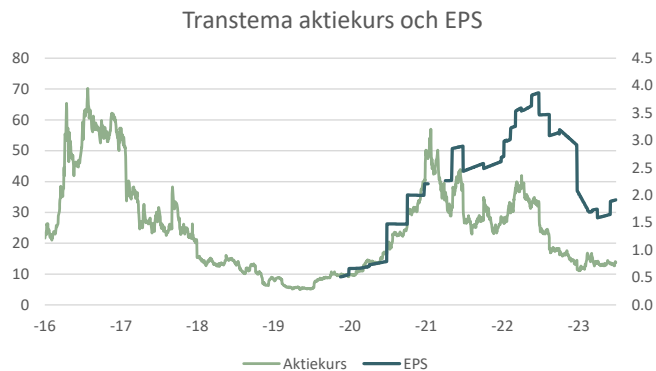
Figur 2: ...pressar marginalen



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

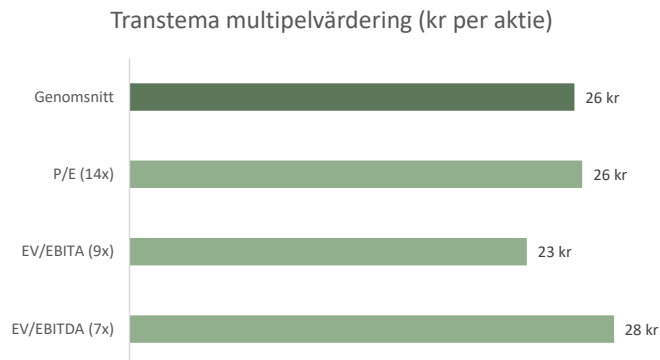
## Värdering

Figur 3: Diskrepansen mellan vinst och aktiekurs är fortsatt hög



Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 4: Vi når ett genomsnittligt värde på 26 kr



Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 5: Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1,152	Riskfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	532	Riskpremie	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	7.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1,684</b>	Småbolagspremie	6.0%	Avskrivningar, % av omsättning	3.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	264	Extra risk-premie	0.0%	Capex, % av omsättning	3.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>14.0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	-0.9%
<b>Eget kapital</b>	<b>1,420</b>	Skattesats			22%
Antal utstående aktier, full utspädning	42				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>34</b>				

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 6: Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%			5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
WACC	12.0%	39	40	42	44	45	WACC	12.0%	35	38	42	46	49
	13.0%	35	36	38	39	40		13.0%	31	35	38	41	44
	14.0%	32	33	34	35	36		14.0%	29	31	34	37	39
	15.0%	30	30	31	32	33		15.0%	26	29	31	33	36
	16.0%	27	28	29	29	30		16.0%	24	26	29	31	33

Källa: Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>868</b>	<b>1 497</b>	<b>1 405</b>	<b>1 690</b>	<b>2 457</b>	<b>2 689</b>	<b>2 457</b>	<b>2 629</b>	<b>2 761</b>
Övriga rörelsekostnader	-798	-1 361	-1 275	-1 495	-2 192	-2 466	-2 245	-2 385	-2 485
<b>EBITDA</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>130</b>	<b>202</b>	<b>258</b>	<b>191</b>	<b>205</b>	<b>245</b>	<b>276</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	8	-8	-32	-7	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>130</b>	<b>195</b>	<b>266</b>	<b>223</b>	<b>212</b>	<b>245</b>	<b>276</b>
Avskrivningar	-30	-92	-75	-65	-83	-103	-92	-99	-103
<b>EBITA, justerad</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>130</b>	<b>182</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>146</b>	<b>172</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-9	-16	-26	-13	-20	-30	-27	-29	-30
<b>EBIT</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>124</b>	<b>155</b>	<b>59</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>142</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>117</b>	<b>163</b>	<b>90</b>	<b>93</b>	<b>117</b>	<b>142</b>
Finansnetto	-3	-12	-10	-9	-4	121	-22	-17	-12
<b>Resultat före skatt</b>	<b>28</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>115</b>	<b>150</b>	<b>179</b>	<b>64</b>	<b>100</b>	<b>130</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>28</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>107</b>	<b>158</b>	<b>211</b>	<b>71</b>	<b>100</b>	<b>130</b>
Total skatt	8	14	10	-24	-25	-7	-16	-21	-27
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>90</b>	<b>125</b>	<b>172</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>103</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>82</b>	<b>133</b>	<b>204</b>	<b>55</b>	<b>79</b>	<b>103</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	72%	-6%	20%	45%	9%	-9%	7%	5%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	3,4%	3,8%	4,5%	5,1%
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	4,94	1,31	1,89	2,47
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-26%	-25%	156%	58%	47%	-73%	44%	31%

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	32	29	29	124	155	59	86	117	142
Övriga kassaflödesposter	39	107	95	74	56	75	81	89	95
Förändringar i rörelsekapital	-	-	37	12	-102	-68	-2	2	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>161</b>	<b>211</b>	<b>109</b>	<b>65</b>	<b>165</b>	<b>208</b>	<b>238</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-	-	-4	-14	-10	-11	-21	-22	-23
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>157</b>	<b>197</b>	<b>100</b>	<b>54</b>	<b>144</b>	<b>186</b>	<b>215</b>
Förvärv och avyttringar	-	-	19	0	-199	-52	0	0	0
Nyemission / återköp	-	-	53	1	2	61	0	0	0
Förändring av skulder	-	-	-122	-29	83	33	-72	-91	0
Övriga poster	-	-	-61	-55	-70	-123	-71	-76	-80
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-110</b>	<b>-84</b>	<b>-184</b>	<b>-80</b>	<b>-144</b>	<b>-167</b>	<b>-80</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>47</b>	<b>113</b>	<b>-85</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>135</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>283</b>	<b>235</b>	<b>130</b>	<b>-5</b>	<b>223</b>	<b>289</b>	<b>216</b>	<b>107</b>	<b>-28</b>

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	124	93	76	77	200	236	236	236	236
Övriga immateriella tillgångar	131	87	65	52	400	480	453	424	394
Materiella anläggningstillgångar	219	36	28	34	44	35	35	35	35
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	3	243	219	188	249	251	251	251	251
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>478</b>	<b>459</b>	<b>388</b>	<b>351</b>	<b>893</b>	<b>1 002</b>	<b>975</b>	<b>946</b>	<b>916</b>
Varulager	19	17	17	18	18	23	21	23	24
Kundfordringar	199	163	149	145	367	335	306	327	344
Övriga omsättningstillgångar	416	220	140	168	230	287	264	281	294
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	19	65	178	93	67	67	86	220
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>656</b>	<b>419</b>	<b>371</b>	<b>509</b>	<b>709</b>	<b>712</b>	<b>658</b>	<b>717</b>	<b>882</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 133</b>	<b>878</b>	<b>758</b>	<b>860</b>	<b>1 603</b>	<b>1 714</b>	<b>1 633</b>	<b>1 663</b>	<b>1 798</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	323	104	160	250	388	558	606	685	788
Minoritetsintressen	0	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa eget kapital</b>	<b>323</b>	<b>104</b>	<b>160</b>	<b>251</b>	<b>389</b>	<b>559</b>	<b>606</b>	<b>685</b>	<b>788</b>
Långfristiga räntebärande skulder	31	47	19	25	101	163	91	0	0
Långfristiga leasingsskulder	93	66	80	78	119	117	117	117	117
Övriga långfristiga skulder	0	81	51	43	310	121	121	121	121
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>124</b>	<b>194</b>	<b>150</b>	<b>146</b>	<b>529</b>	<b>401</b>	<b>329</b>	<b>238</b>	<b>238</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	125	83	49	14	26	0	0	0	0
Leverantörsskulder	250	166	111	120	297	249	227	243	255
Kortfristiga leasingsskulder	55	58	48	55	71	76	76	76	76
Övriga kortfristiga skulder	256	273	240	273	291	430	395	421	441
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>686</b>	<b>580</b>	<b>448</b>	<b>462</b>	<b>684</b>	<b>754</b>	<b>698</b>	<b>740</b>	<b>772</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 133</b>	<b>878</b>	<b>758</b>	<b>860</b>	<b>1 603</b>	<b>1 714</b>	<b>1 633</b>	<b>1 663</b>	<b>1 798</b>

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	72%	-6%	20%	45%	9%	-9%	7%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	94%	-5%	50%	36%	-16%	-5%	15%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-8%	-1%	305%	39%	-44%	3%	26%	21%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-26%	-25%	156%	58%	47%	-73%	44%	31%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	8,1%	9,1%	9,2%	12,0%	10,5%	7,1%	8,4%	9,3%	10,0%
EBITDA-marginal, justerad	8,1%	9,1%	9,2%	11,5%	10,8%	8,3%	8,6%	9,3%	10,0%
EBIT-marginal	3,7%	1,9%	2,1%	7,4%	6,3%	2,2%	3,5%	4,5%	5,1%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	3,4%	3,8%	4,5%	5,1%
Vinst-marginal, justerad	4,2%	2,0%	2,1%	4,9%	5,4%	7,6%	2,2%	3,0%	3,7%

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	14%	22%	40%	41%	43%	9%	12%	14%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	30%	35%	36%	10%	13%	15%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	44%	38%	12%	11%	15%	18%

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	11%	11%	9%	15%	12%	12%	12%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	43%	35%	31%	31%	30%	31%	31%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	-3%	-3%	-4%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	4,2x	4,0x	4,0x	3,5x	2,9x	2,8x	3,0x	2,8x

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	283	235	130	-5	223	289	216	107	-28
Soliditet	29%	12%	21%	29%	24%	33%	37%	41%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	2,2x	0,8x	0,0x	0,6x	0,5x	0,4x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	4,0x	1,7x	1,0x	0,0x	0,9x	1,5x	1,1x	0,4x	-0,1x

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	1,50	1,11	0,83	2,32	3,16	4,17	1,14	1,89	2,47
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	4,94	1,31	1,89	2,47
FCF per aktie	2,91	4,99	4,40	5,06	2,52	1,30	3,44	4,45	5,15
Eget kapital per aktie	11,6	3,81	4,17	6,46	9,85	13,4	14,5	16,4	18,9
Antal aktier vid årets slut, m	27,9	27,4	38,3	38,9	39,5	41,7	41,7	41,7	41,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	27,4	35,6	38,9	39,5	41,3	41,7	41,7	41,7

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

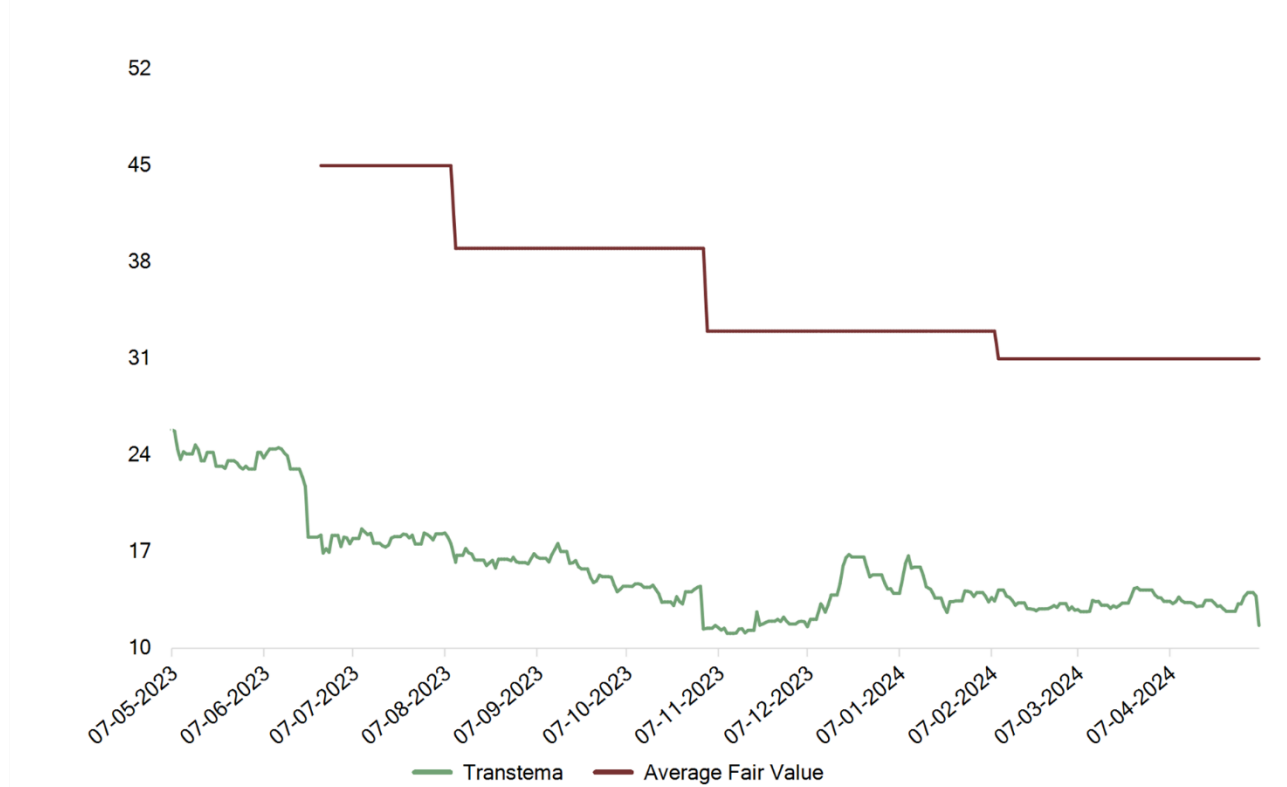
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	9,5x	5,7x	13,2x	22,4x	9,0x	3,1x	8,9x	6,2x	4,7x
P/EK	1,2x	1,7x	2,6x	7,4x	3,1x	1,1x	0,8x	0,7x	0,6x
P/FCF	4,9x	1,3x	2,5x	9,4x	12,0x	11,8x	3,4x	2,6x	2,3x
FCF-yield	20%	79%	40%	11%	8%	8%	30%	38%	44%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	0,8x	0,3x	0,4x	1,1x	0,6x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	9,6x	3,0x	4,2x	9,3x	5,3x	4,2x	3,5x	3,1x	2,7x
EV/EBIT, justerad	21,2x	14,0x	19,1x	15,6x	8,6x	10,3x	8,1x	6,4x	5,3x
EV	672	408	551	1 818	1 402	928	751	751	751
Aktiekurs	14,2	6,3	11,0	47,5	30,3	15,3	11,7	11,7	11,7

Källa: Transtema, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Transtema (TRANS 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 © 2024 Carnegie

---

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