



## Penser Access by Carnegie

Hälsövarsutrustning | Sverige | 13 maj 2024

# Senzime

## Tillväxtcaset intakt men något lägre tempo

### Blandad kompott i Q1

Nettoomsättningen i Q1(24) ökade med 66% till 12,1 mkr, något under vår förväntan. Vi upplever en viss frustration från ledningen över utfallet i kvartalet, där vissa ordrar verkar ha hamnat på fel sida om kvartalsskiftet. Bolaget indikerar exempelvis att april var en stark månad och anger att tillväxttakten jan-april ligger på nivåer över 100% Y/Y. Det är en bra siffra som ger stöd för en bra utveckling i innevarande kvartal. Vi ser även positivt på kostnadsutvecklingen i Q1, där OPEX har hållits relativt väl i schack under de senaste kvartalen.

### Blir lite mer konservativa

Som vi tidigare berört har Senzime varit framgångsrika under det senaste året och tagit hem många stora, viktiga ordrar. Vi bedömer att bolaget har en bra orderstock in i Q2(24) som sträcker sig in i H2 2024, och därtill uppfattar vi att det finns ett växande intresse inom sjukvården, i USA, för bolagets produkter, vilket talar för bra orderingång framåt. I väntan på nya ordrar och rapporter som bekräftar en stark utveckling väljer vi att ta ned våra förväntningar på tillväxttakten. Vi justerar även våra förväntningar för kostnaderna och ser en möjlighet att kostnadsökningarna blir långsammare än vad vi tidigare räknat. Därmed blir den sammantagna effekten av våra prognosjusteringar på lönsamheten begränsad.

### Tillväxtcaset intakt

Även om nettoomsättningen var något under vår förväntan i Q1(24) tycker vi det var en godkänd rapport och den positiva orderingången i år ger stöd för det långsiktiga tillväxtcaset. Vi ser en betydande potential i aktien och nyckeln för att denna ska låsas upp är att bygga vidare på tillförliten hos investerare att verksamheten kan fortsätta växa snabbt.

Estimatändring	2024		
	24e	25e	26e

Totala intäkter	-7,5%	-9,4%	-7,9%
EBITDA, just.	2,7%	-32,7%	-0,7%
EPS, just.	3,2%	-14,5%	-8,9%

### Kommande händelser

Q2 - rapport	26 augusti 2024
Q3 - rapport	06 november 2024

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	120m
Börsvärde	837
Nettoskuld	-106
EV	731
Free float	73%
Daglig handelsvolym, snitt	170k
Bloomberg Ticker	SEZI SS EQUITY

### Analytiker

Klas Palin  
 klas.palin@carnegie.se

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

Totala intäkter	36	74	180	322
Tillväxt	155%	106%	144%	79%
EBITDA, just.	-117	-86	-20	56
EBIT, just.	-137	-107	-42	30
EPS, just.	-1,1	-0,9	-0,3	0,2
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	3,1	2,3	2,0	2,2
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	11,4%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	11,4%
EV/Sales	21,9x	9,9x	4,1x	2,3x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	13,0x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	24,1x
P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	29,0x
P/EK	2,4x	3,0x	3,5x	3,1x
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%
Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	-0,4x

Värde och risk	
----------------	--

Motiverat värde	11,0 - 14,0 kr
Aktiekurs	7,0 kr
Riskenivå	Hög

### Kursutveckling 12 mån



### Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

De kliniska riktlinjerna som publicerades i slutet av förra året i Europa och USA har tydligt påverkat intresset inom sjukvården för objektiv övervakning av patienter som får muskelavslappande 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 – dels i EU men i synnerhet på den amerikanska marknaden. De nya rekommendationerna påskyndar ett tekniskifte inom sjukvården, vilket under 2023 började ge avtryck på försäljning och orderingång för Sensime. Vår uppfattning är att Sensime har ett starkt produktbudande, uppbackat av kliniska data, vilket ger goda förutsättningar för att kunna utvecklas till den ledande aktören inom området. Styrkan i produkterna bekräftas av det flertal prestigeordrar som tagits hem 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 Sensime kan nå en marknadspenetration på 10% inom 7–10 år, vilket då kommer innebära intäkter på omkring 1,5 mdkr och en 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

Sensime 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 som sedan driver återkommande intäkter av engångssensorer. Väl etablerad hos kunder är inträdesbarriärerna mot konkurrenter höga. Bolagets kunder utgörs främst av sjukhus och sjukhuskedjor, där det enbart i USA beräknas finnas 5-6 000 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 samt underlättar för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer, vilket kan leda till kortare sjukhusvistelser och därmed ge lägre vårdkostnader.

ExSpiron 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 (andningsdepression). Andningsdepression drabbar upp till 30 % av alla patienter som är under någon typ av smärtbehandling i postoperativ vård.

## Värdering

Vår värdering av Sensime tar stöd från en DCF-modell baserad på explicita prognoser tio år framåt och därefter terminala antaganden. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår modell indikerar ett DCF-värde om 12,5 kr (13,1 kr) och utifrån det har vi satt vårt motiverade värde till 11-14 kr (13-14 kr).

## Blandad kompott i Q1

Nettoomsättningen i Q1(24) blev något svagare än vad vi hade räknat med medan kostnaderna var klart lägre, se avvikelser mellan vår prognos och utfallet i tabellen nedan.

Avvikelsestabell – utfall mot vår prognos Q1 2024 (mkr)					
	Utfall Q1 2024	Q1 2024e	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q1'23
Nettoomsättning	12,1	13,5	-1,4	-10,2%	7,3
Bruttoresultat	3,5	5,1	-1,6	31,8%	1,0
Bruttoresultat*	7,9	9,6	-1,7	-17,8%	5,1
Rörelsekostnader	-32,8	-36,6	3,8	10,4%	-32,4
EBITDA	-23,9	-26,1	2,2	8,4%	-26,5
EBIT	-29,3	-31,5	2,2	6,9%	-31,4
Periodens resultat	-27,9	-30,6	2,7	8,8%	-30,8
EPS (SEK)	-0,23	-0,26	0,03	10,3%	-0,34
Bruttomarginal	28,7%	37,8%	-9,1%	24,1%	13,2%
Bruttomarginal*	65,0%	71,1%	-6,1%	-8,5%	69,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	nm	nm	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	nm	nm	Neg.

\*exkluderat avskrivningar

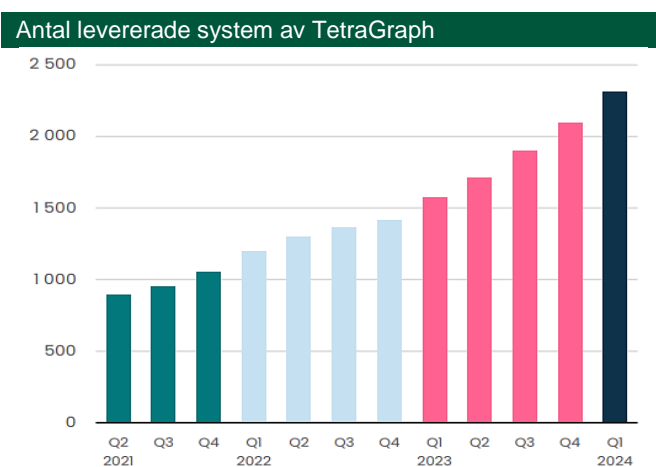
Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

Bäst utvecklar sig försäljningen i USA och det är även här vi fått se bolaget vinna flera större ordrar den senaste tiden:

- Tecknat avtal med GPO som är inköpsorgan åt upp mot 40 sjukhus och omfattar ca 12,5 miljoner patienter i elva delstater. Avtalet ger en validering av TetraGraph som därmed inte behöver ske hos sjukhusen. Detta är en dörröppnare för de sjukhus som ingår, men det krävs fortsatt en säljprocess för att ta hem nya affärer. (26 april 2024)
- Tog hem kontrakt hos VA-sjukvårdssystemet Malcom Randall VA Medical Center i North Florida/South Georgia Veterans Health System, omfattande ca 100 TetraGraph-monitorer. Vi uppskattar det initiala värdet till 1,0-1,5 mkr och återkommande intäktpotential för sensorer till 1,5-2,0 mkr per år vid full implementering. (24 april 2024)
- Tillkännagav ett antal ordrar som vunnits senaste tiden, som bland annat omfattar topp 10-rankade sjukhussystem i USA, ett ledande barnsjukhus och leveranser till operationsrummen med robotkirurgi för det högst rankade sjukhussystemet i USA. Patientpotentialen uppgår till 20 000 operationer per år. (10 april 2024)
- Tog hem en order från ett Houston-baserat sjukhussystem om 250 TetraGraph med en potential på 100 000 operationer årligen. Bolaget indikerar potential på 50 mkr över kommande fem åren, där användandet successivt kommer att förbättras. Implementering beräknas till 3-6 månader. (7 mars 2024)

Försäljningsutveckling per region i Q1 2024 (mkr)				
	Q1(24)	Q1(23)	Tillväxt	+ Justerat för valutaeffekter
<b>USA</b>				
Instrument	3,77	2,21	71%	71%
Sensorer	5,28	2,87	84%	85%
<b>Europa</b>				
Instrument	0,45	1,22	-63%	-64%
Sensorer	1,00	0,93	8%	7%
<b>ROW</b>				
Instrument	0,65	0,01	N.m.	N.m.
Sensorer	0,99	0,05	N.m.	N.m.
<b>Totalt</b>				
Instrument	4,86	3,44	41%	41%
Sensorer	7,26	3,85	89%	89%
<b>Summa</b>	<b>12,13</b>	<b>7,29</b>	<b>66%</b>	<b>66%</b>

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*



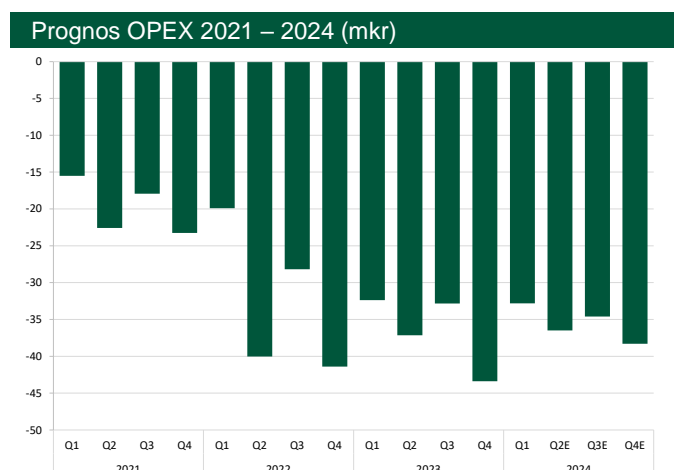
Källa: *Senzime*

Vid utgången av Q1(24) hade bolaget levererat totalt 2 315 TetraGraph-system, varav uppskattningsvis ca 250 levererades under det första kvartalet. När vi går tillbaka och går igenom de ordrar som pressmeddelats från Q3(23) bedömer vi att det omfattar leveranser om ca 900-1000 monitorer. Därtill har bolaget med stor sannolikhet tagit hem ett antal småordrar. En okulär

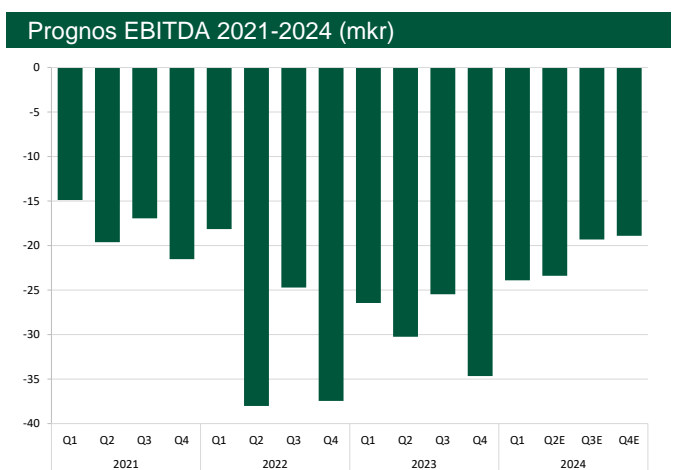
tolkning av grafen på föregående sida ger att ca 600 monitorer levererats under samma period. Detta är givetvis grovhuggna siffror som ska tas med en nypa salt, men är i alla fall en indikation om hur orderstocken kan tänkas att se ut vid utgången av Q1. För att sätta det i en kontext, så bygger vår prognos för 2024 på leveranser om drygt 1 500 monitorer.

Utöver en bra utveckling i USA ser även en positiv utveckling i ROW (som vi tror främst är Japan och Sydkorea), men från låga nivåer. I och med de stärkta banden till Fukuda Denshi, med en utvecklad modul för deras patientövervakningssystem, ser vi möjligheter för en fortsatt positiv utveckling framåt.

Senzime visar på återhållsamhet i sina kostnader och har som utlovat kunna hålla rörelsekostnaderna relativt konstanta under de senaste kvartalen. Vår bedömning är att de ska kunna fortsätta ligga på denna nivå en bit in i H2 2024 och därefter har vi räknat med att få se en gradvis ökning i takt med att bolaget växer vidare.

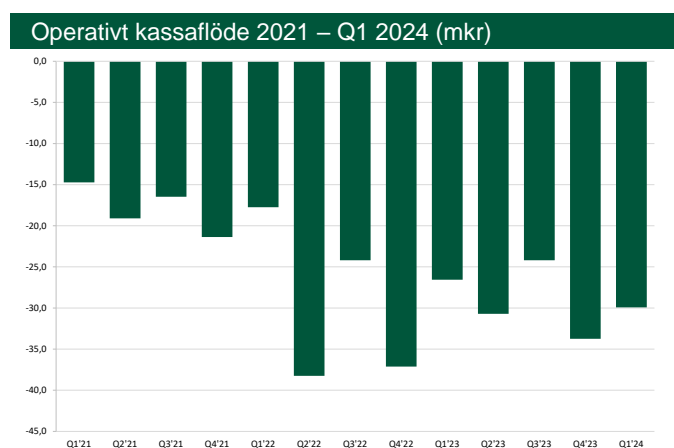


Källa: Senzime, Penser by Carnegie

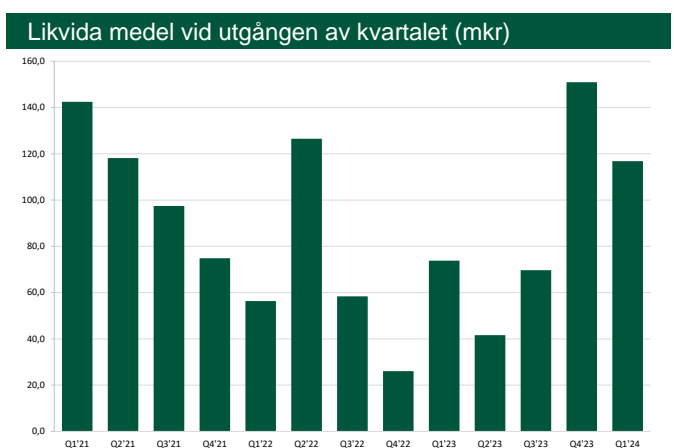


Källa: Senzime, Penser by Carnegie

Bolaget visade ett negativt kassaflöde från den löpande verksamheten före rörelsekapitalförändringar för Q1 (24) på -29,9 mkr (-26,6 mkr). Vid utgången av kvartalet uppgick likvida medel till 116,9 mkr. Vi bedömer att bolaget kan klara sig med nuvarande finansiering fram till dess att positiva kassaflöden nås, men marginalen är liten.



Källa: Senzime, Penser by Carnegie



Källa: Senzime, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar och uppdaterade prognoser

Vi väljer att ta ned våra förväntningar på tillväxten men ser även utrymme för att kostnadsökningstakten ska kunna hållas på ett långsammare tempo än vad vi räknat med tidigare. Vi bedömer att bolaget kommer få svårt att nå sitt försäljningsmål för 2025, men att det istället kan uppnås 2026, då vi även förväntar oss att verksamheten blir lönsam.

Prognosförändringar 2024-2026 (mkr)		2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	Ny	73,8	179,8	321,8
	Tidigare	79,8	198,5	349,4
	Diff (Abs.)	-6,0	-18,7	-27,5
	Diff (%)	-7,5%	-9,4%	-7,9%
Bruttoresultat	Ny	35,1	113,0	236,6
	Tidigare	39,9	126,7	256,8
	Diff (Abs.)	-4,8	-13,6	-20,2
	Diff (%)	-12,1%	-10,8%	-7,9%
EBITDA	Ny	-85,5	-20,1	56,1
	Tidigare	-87,9	-15,1	56,5
	Diff (Abs.)	2,4	-4,9	-0,4
	Diff (%)	2,7%	-32,7%	-0,7%
EPS (SEK)	Ny	-0,9	-0,3	0,2
	Tidigare	-0,9	-0,3	0,3
	Diff (Abs.)	0,0	0,0	0,0
	Diff (%)	3,2%	-14,5%	-8,9%

Källa: Penser by Carnegie

Nedan följer våra uppdaterade kvartalsciffror.

Detailjerade kvartalsprognoser 2022-2024 (mkr)	2022				2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	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>12,1</b>	<b>16,8</b>	<b>19,7</b>	<b>25,2</b>
COGS	-3,4	-4,2	-5,1	-5,6	-6,3	-6,6	-6,9	-7,6	-8,6	-9,1	-9,8	-11,2
varav avskrivning	-2,5	-2,6	-4,0	-4,2	-4,1	-4,2	-4,2	-4,5	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4
<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>3,5</b>	<b>7,7</b>	<b>9,9</b>	<b>14,0</b>
Utvecklingskostnader	-3,3	-4,4	-5,3	-6,5	-4,9	-5,4	-4,2	-4,9	-6,4	-5,8	-5,5	-5,4
Försäljningskostnader	-12,2	-14,4	-20,0	-23,5	-15,6	-21,4	-18,4	-22,3	-22,2	-22,6	-21,0	-23,3
Administrationskostnader	-4,7	-23,3	-8,2	-8,2	-11,3	-14,3	-9,8	-9,7	-8,7	-9,1	-8,6	-9,6
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,4	7,7	3,4	0,9	5,6	4,0	4,9	7,6	3,5	3,0	3,0
Övriga rörelsekostnader	-2,6	-0,5	-2,3	-6,7	-1,4	-1,7	-4,5	-11,3	-3,1	-2,5	-2,5	-3,0
<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>-23,9</b>	<b>-23,4</b>	<b>-19,3</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>-29,3</b>	<b>-28,8</b>	<b>-24,7</b>	<b>-24,3</b>
Finansnetto	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,5	0,6	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>-28,7</b>	<b>-28,4</b>	<b>-24,3</b>	<b>-24,0</b>
Skatt	0,4	0,5	0,9	-0,2	0,9	0,9	0,4	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
<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>-27,9</b>	<b>-27,7</b>	<b>-23,7</b>	<b>-23,5</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	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tillväxt (y/y)	64%	-22%	159%	22%	209%	149%	146%	138%	66%	99%	115%	132%
Tillväxt (q/q)	-36%	44%	9%	22%	60%	16%	8%	19%	12%	39%	17%	28%
Bruttomarginal, exkl. avskrivningar	63%	52%	71%	68%	69%	71%	70%	72%	65%	72%	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: 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 ifrån nedanstående terminala antaganden. Utifrån våra prognoser får vi ett DCF-värde om 12,5 kr (13,1 kr) och sätter vårt motiverade värde till 11-14 kr per aktie (13–14 kr). Metodförändringar är anledningen till att vårt intervall breddats.

Värderingsantaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	627	Riskfri ränta	4,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	768	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 395</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-106	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 501</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	120				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>12,5</b>				

Källa: Penser by Carnegie

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

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal					
	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
13,0%	13,1	14,8	16,5	18,2	19,9
14,0%	11,6	12,9	14,3	15,7	17,1
15,0%	10,2	11,3	<b>12,5</b>	13,6	14,8
16,0%	9,1	10,1	11,0	12,0	12,9
17,0%	8,2	9,0	9,8	10,6	11,3

Källa: Penser by Carnegie

Nedan har vi sammanställt multiplar för ett antal jämförbara bolag som handlas på börser i Norden. På våra prognoser för 2026 handlas aktien med rabatt mot urvalet. Vi räknar med att den rabatten kommer att minska i takt med att bolaget fortsätter leverera siffror som ger stöd för dess snabbare tillväxt än urvalet.

Värderingsmultiplar och tillväxtutsikter för jämförbara bolag 2024-2026													
	Land	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT			Tillväxt		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Arcoma	Sve	1,0x	0,9x	0,8x	9,0x	7,8x	7,2x	15,0x	12,0x	10,0x	12,3%	8,7%	7,0%
ContextVision	No	2,9x	2,8x	2,7x	9,0x	8,3x	7,7x	11,0x	10,1x	9,2x	4,3%	7,1%	3,8%
Devysor Diagnostics	Sve	6,6x	5,0x	3,4x	>100x	24,8x	12,5x	Neg.	59,1x	15,2x	33,1%	31,6%	45,2%
Integrum	Sve	7,2x	5,0x	3,9x	56,0x	35,0x	24,0x	52,0x	28,3x	23,5x	43,2%	44,3%	26,4%
Medistim	No	5,6x	5,3x	4,7x	18,5x	16,4x	15,0x	21,5x	18,7x	16,2x	4,1%	6,6%	10,9%
OssDesign	Sve	6,6x	4,7x	3,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,2%	40,9%	28,2%
Paxman	Sve	2,5x	1,8x	1,4x	11,0x	5,9x	4,3x	16,3x	7,4x	5,0x	32,1%	37,3%	33,9%
Sedana Medical	Sve	9,2x	7,2x	4,5x	Neg.	Neg.	46,0x	Neg.	Neg.	>100	21,9%	27,7%	59,7%
SyntheticMR	Sve	10,6x	8,2x	6,6x	37,2x	23,2x	15,5x	44,1x	24,3x	17,6x	25,5%	29,6%	25,0%
<b>Medel</b>		<b>5,8x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,5x</b>	<b>23,4x</b>	<b>17,4x</b>	<b>16,5x</b>	<b>26,7x</b>	<b>22,8x</b>	<b>13,8x</b>	<b>20,0%</b>	<b>25,5%</b>	<b>26,9%</b>
<b>Median</b>		<b>6,6x</b>	<b>5,0x</b>	<b>3,7x</b>	<b>14,7x</b>	<b>16,4x</b>	<b>13,8x</b>	<b>18,9x</b>	<b>18,7x</b>	<b>15,2x</b>	<b>17,1%</b>	<b>29,7%</b>	<b>27,3%</b>
Senzime (våra estimat)		9,9x	4,1x	2,3x	Neg.	Neg.	13,0x	Neg.	Neg.	24,1x	106,5%	143,5%	79,0%

Källa: FactSet, Penser by Carnegie

Vi vill poängtera att flertalet av bolagens prognoser ovan är baserade på estimat från ett fåtal analytiker och därmed ska tolkas med viss försiktighet.

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	7	9	11	14	36	74	180	322
Kostnad sålda varor	-14	-17	-16	-18	-27	-39	-67	-85
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>8</b>	<b>35</b>	<b>113</b>	<b>237</b>
Försäljningskostnader	-22	-16	-40	-70	-78	-89	-99	-116
Administrationskostnader	0	-15	-28	-44	-45	-36	-37	-41
R&D-kostnader	-5	-8	-13	-19	-19	-23	-22	-26
Övriga rörelsekostnader	11	10	12	20	17	28	25	2
<b>EBITDA</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-73</b>	<b>-118</b>	<b>-117</b>	<b>-86</b>	<b>-20</b>	<b>56</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-73</b>	<b>-118</b>	<b>-117</b>	<b>-86</b>	<b>-20</b>	<b>56</b>
Avskrivningar	-11	-11	-11	-16	-21	-22	-22	-26
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-107</b>	<b>-42</b>	<b>30</b>
<b>EBIT</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-107</b>	<b>-42</b>	<b>30</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-107</b>	<b>-42</b>	<b>30</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>-105</b>	<b>-41</b>	<b>30</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-105</b>	<b>-41</b>	<b>30</b>
Total skatt	2	2	2	2	3	3	1	-2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-33</b>	<b>-47</b>	<b>-82</b>	<b>-133</b>	<b>-134</b>	<b>-103</b>	<b>-40</b>	<b>29</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-33</b>	<b>-47</b>	<b>-82</b>	<b>-133</b>	<b>-134</b>	<b>-103</b>	<b>-40</b>	<b>29</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	39%	18%	28%	155%	106%	144%	79%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,3%	47,5%	62,9%	73,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,86	-0,33	0,24
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Senzime, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-34	-48	-84	-134	-137	-107	-42	30
Övriga kassaflödesposter	12	12	13	17	22	19	24	27
Förändringar i rörelsekapital	-4	-2	-10	-20	1	2	5	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-81</b>	<b>-137</b>	<b>-114</b>	<b>-87</b>	<b>-13</b>	<b>55</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	0	-2	-4	-7	-12	-15	-25
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-27</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>-84</b>	<b>-142</b>	<b>-122</b>	<b>-100</b>	<b>-29</b>	<b>28</b>
Nyemission / återköp	29	169	0	95	250	0	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	-1	-2	-4	-4	-4	-4
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>29</b>	<b>168</b>	<b>-1</b>	<b>92</b>	<b>247</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-2</b>	<b>129</b>	<b>-85</b>	<b>-50</b>	<b>125</b>	<b>-105</b>	<b>-33</b>	<b>24</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-31</b>	<b>-158</b>	<b>-73</b>	<b>-13</b>	<b>-140</b>	<b>-36</b>	<b>0</b>	<b>-23</b>

Källa: Senzime, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	94	82	74	243	227	229	227	229
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	2	3	3	4	5
Övriga anläggningstillgångar	1	3	4	18	16	17	19	18
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>94</b>	<b>85</b>	<b>79</b>	<b>263</b>	<b>246</b>	<b>249</b>	<b>249</b>	<b>253</b>
Varulager	2	4	9	22	20	25	32	44
Kundfordringar	3	3	5	4	9	11	18	28
Övriga omsättningstillgångar	1	6	7	6	7	8	12	15
Likvida medel och kortfristiga placeringar	31	160	75	26	151	47	13	37
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>37</b>	<b>174</b>	<b>96</b>	<b>58</b>	<b>187</b>	<b>90</b>	<b>76</b>	<b>124</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>131</b>	<b>259</b>	<b>175</b>	<b>322</b>	<b>434</b>	<b>339</b>	<b>325</b>	<b>377</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	110	231	151	262	375	278	238	267
<b>Summa eget kapital</b>	<b>110</b>	<b>231</b>	<b>151</b>	<b>262</b>	<b>375</b>	<b>278</b>	<b>238</b>	<b>267</b>
Långfristiga leasingsskulder	0	1	1	11	9	8	10	10
Övriga långfristiga skulder	13	12	11	28	26	26	27	28
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>38</b>
Leverantörsskulder	3	5	4	7	5	7	16	26
Kortfristiga leasingsskulder	0	1	1	3	3	2	4	4
Övriga kortfristiga skulder	4	9	7	11	16	18	30	42
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>72</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>131</b>	<b>259</b>	<b>175</b>	<b>322</b>	<b>434</b>	<b>339</b>	<b>325</b>	<b>377</b>

Källa: Sensime, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	39%	18%	28%	155%	106%	144%	79%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,3%	47,5%	62,9%	73,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%
Vinstmarginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%

Källa: Sensime, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%

Källa: Sensime, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	36%	42%	82%	>100%	57%	34%	18%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	35%	45%	30%	24%	14%	10%	9%
Leverantörsskulder / KSV	22%	28%	25%	40%	19%	18%	24%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	31%	14%	16%	16%	17%	25%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	3%	90%	97%	43%	26%	9%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	0,3x	0,7x	1,1x

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-140	-36	0	-23
Soliditet	84%	89%	86%	81%	87%	82%	73%	71%
Nettoskulsättningsgrad	-0,3x	-0,7x	-0,5x	0,0x	-0,4x	-0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-0,4x

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,86	-0,33	0,24
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,86	-0,33	0,24
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,34	-1,83	-1,02	-0,84	-0,25	0,24
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	2,32	1,99	2,23
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, Penser by Carnegie*

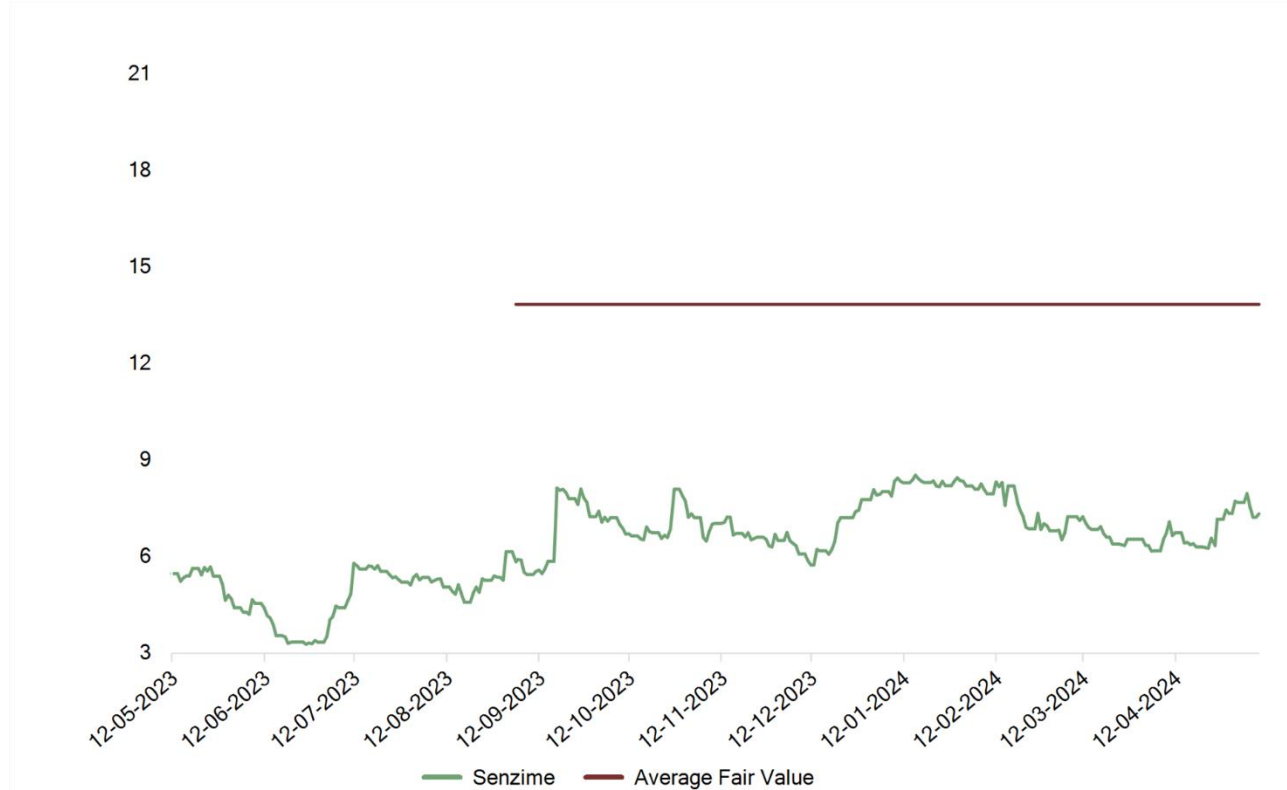
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,0x
P/EK	8,3x	6,1x	9,5x	3,2x	2,4x	3,0x	3,5x	3,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
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	100x	100x	100x	52,6x	21,0x	9,9x	4,1x	2,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,1x
EV	876	1 252	1 352	738	750	731	731	731
Aktiekurs	18,2	24,0	22,8	10,7	7,4	7,0	7,0	7,0

Källa: *Senzime, Penser by 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 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