



## Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 18 maj 2024

# Ascelia Pharma

## Med positiva data i ryggen

### God kostnadskontroll

Ascelias rapport för det första kvartalet 2024 var enligt våra förväntningar. Rörelseresultatet kom in på -16,7 mkr jämfört med -36,7 mkr motsvarande kvartal förra året. Den kraftiga minskningen i operationella kostnader beror framför allt på lägre FoU-kostnader kopplat till den lägre aktivitetsnivån i SPARKLE-studien. Vi bedömer att de operativa kostnaderna kommer att sjunka ytterligare under 2024. Kassan i slutet av mars uppgick till 26,5 mkr och ytterligare cirka 15 miljoner kom in efter kvartalets slut.

### Positiva topline-data från SPARKLE-studien

Efter kvartalets utgång presenterade Ascelia positiva topline-data från den registreringsgrundande fas III-studien SPARKLE med Orvigance. Resultaten visade på en statistiskt signifikant skillnad mellan studiegrupperna hos samtliga tre radiologer som bedömde bilderna. Nästa steg blir nu för bolaget att arbeta med att ta fram en marknadsansökan till regulatoriska myndigheter, vilket de bedömer kommer kunna skickas in under mitten av 2025. Detta skulle implicera ett potentiellt marknadsgodkännande för Orvigance under 2026.

### Vi genomför större modellförändringar

Vår tolkning av Ascelias kommunikation är att det lutar allt mer åt att Orvigance kommer att kommersialiseras genom en partner, även på den amerikanska marknaden. Vi har valt att göra större modellförändringar som reflekterar detta scenario. Konsekvensen blir ett kraftigt reducerat investeringbehov samt lägre operationella kostnader kommande år, men till en kostnad av mindre intäkter. Vi modellerar ett partneravtal som ger Ascelia rättigheter till 30% av försäljningen i form av royaltyintäkter. Vi sänker även avkastningskravet för att reflektera ett lägre kapitalbehov och beroende av aktiemarknaden vid en partnerstrategi. Vårt motiverade värde uppgår till 15-20 kronor per aktie (15-18).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	15,0 - 20,0 kr		
Totala intäkter	0,0%	0,0%	-70,0%	0	0	0	16	Aktiekurs	9,3 kr		
EBITDA, just.	-34,3%	23,0%	75,0%	-	-	0%	N.m.	Riskenivå	Hög		
EPS, just.	-32,4%	22,6%	75,0%	-111	-47	-77	-51	<b>Kursutveckling 12 mån</b>			
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-111	-47	-77	-51			
Q2 - rapport				15 augusti 2024	EPS, just.	-3,2	-1,4	-2,3	-1,5	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Yes No		
Antal aktier			35m	EK/aktie	2,1	0,7	4,2	2,8	Likviditetsgarant	✓	
Börsvärde			321	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser	✓	
Nettoskuld			6	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Transaktioner 12m	✓	
EV			328	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Free float			68%	ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Daglig handelsvolym, snitt			451k	EV/Sales	Neg.	32754,6	32754,6	20,0x			
Bloomberg Ticker			ACE SS EQUITY	EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Ludvig Svensson				P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
ludvig.svensson@carnegie.se				P/EK	1,6x	12,7x	2,2x	3,4x			
				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			

## Investment case

I Ascelia ser vi ett biotechbolag med ett starkt kommersiellt fokus inom onkologi. Bolagets filosofi är att utveckla särläkemedel med relativt hög sannolikhet att nå marknaden (kontrastmedel, omformulering av kända substanser, mm). Den ledande kandidaten Orviglance är ett leverspecifikt kontrastmedel som adresserar patienter med svag njurfunktion – en patientpopulation där inga alternativ idag finns att tillgå. Vid en MR-undersökning riskerar därmed läkare att missa levermetastaser som behöver opereras bort. Vi bedömer sannolikheten att Orviglance når marknad till 85%. Under 2026 kan Orviglance bli det första kontrastmedlet på marknad för dessa patienter – en marknad värd upp till USD 600m årligen i USA, Europa och Japan – där vi estimerar en global toppförsäljning om USD ~200m.

Utöver Orviglance utvecklar Ascelia Oncoral – en oral formulering av den välkända cancerdödande substansen irinotecan. Genom en oral formulering är ambitionen att få 1) bättre effekt, 2) bättre biverkansprofil, och 3) bekvämare administrering för patienter. Trots sitt relativt tidiga stadiet har Ascelia slutit ett spännande samarbetsavtal med Taiho Pharma, en internationell spelare inom onkologifältet, där Oncoral ska utvärderas tillsammans med Taihos Lonsurf i en fas II-studie inom magsäckscancer. Vi bedömer att samarbetet har hög sannolikhet att utvecklas till ett formellt licensavtal vid positiva data.

## DCF

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	585
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>585</b>
Latest net debt	6
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>579</b>
No. of shares outstanding (millions)	34.6
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>17</b>

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	4%
Extra risk premium	6%
WACC	18.0%

### Sensitivity analysis

WACC	16%	17%	<b>18%</b>	19%	20%
NPV	684	629	<b>579</b>	533	491
NPV/share	20	18	<b>17</b>	15	14

### Implicit multipl.

2024e

EV/Sales	nm.
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	10.2

### Terminal value assumptions

Long term growth rate	nm.
Long term EBIT margin	nm.
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	nm.

Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>16</b>
R&D-kostnader	-65	-108	-118	-81	-25	-45	-35
Övriga rörelsekostnader	-29	-30	-29	-30	-22	-32	-32
<b>EBITDA</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-111</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-51</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-111</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-51</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-111</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-51</b>
<b>EBIT</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-111</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-51</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-111</b>	<b>-47</b>	<b>-77</b>	<b>-51</b>
Finansnetto	-6	8	14	1	-2	-2	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-110</b>	<b>-49</b>	<b>-79</b>	<b>-51</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-110</b>	<b>-49</b>	<b>-79</b>	<b>-51</b>
Total skatt	1	4	2	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-109</b>	<b>-49</b>	<b>-79</b>	<b>-51</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-109</b>	<b>-49</b>	<b>-79</b>	<b>-51</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>0%</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>0%</i>	<i>N.m.</i>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>
<i>EBIT-marginal, justerad</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>
<i>EPS, justerad</i>	<i>-3,44</i>	<i>-3,64</i>	<i>-3,79</i>	<i>-3,16</i>	<i>-1,42</i>	<i>-2,28</i>	<i>-1,47</i>
<i>EPS-tillväxt, justerad</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-93	-138	-147	-111	-47	-77	-51
Övriga kassaflödesposter	9	8	6	5	0	0	1
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	15	-22	4	-3	-7
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-85</b>	<b>-116</b>	<b>-126</b>	<b>-128</b>	<b>-43</b>	<b>-80</b>	<b>-57</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	76	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-117</b>	<b>-126</b>	<b>-128</b>	<b>-44</b>	<b>-80</b>	<b>-57</b>
Nyemission / återköp	93	185	0	0	0	200	0
Förändring av skulder	0	0	-1	-1	33	-33	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>93</b>	<b>185</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>33</b>	<b>167</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>-127</b>	<b>-129</b>	<b>-11</b>	<b>87</b>	<b>-57</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-185</b>	<b>-262</b>	<b>-150</b>	<b>-22</b>	<b>-9</b>	<b>-94</b>	<b>-36</b>

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	57	57	57	57	57	58	57
Materiella anläggningstillgångar	2	2	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	-	-	0	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	1
Kundfordringar	0	0	0	0	0	0	2
Övriga omsättningstillgångar	12	13	11	7	10	12	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	185	262	150	22	9	94	36
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>161</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>106</b>	<b>41</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>87</b>	<b>78</b>	<b>165</b>	<b>100</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	236	308	181	74	25	146	96
<b>Summa eget kapital</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>181</b>	<b>74</b>	<b>25</b>	<b>146</b>	<b>96</b>
Övriga långfristiga skulder	1	1	0	0	33	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	4	6	16	2	4	3	2
Övriga kortfristiga skulder	14	19	22	11	15	15	2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>4</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>87</b>	<b>78</b>	<b>165</b>	<b>100</b>

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	Neg.	0%	Neg.	Neg.	0%	N.m.
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	-	-	-	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	-	20%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	18%	26%	11%	40%	23%	6%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-120940%	-262020%	-	-89975%	-59985%	7%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,2x

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-185	-262	-150	-22	-9	-94	-36
Soliditet	92%	92%	83%	85%	33%	89%	96%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,8x	-0,3x	-0,4x	-0,6x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-3,44	-3,64	-3,79	-3,16	-1,42	-2,28	-1,47
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,79	-3,16	-1,42	-2,28	-1,47
FCF per aktie	-0,33	-3,37	-3,64	-3,70	-1,27	-2,32	-1,65
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	8,22	8,90	5,23	2,15	0,73	4,23	2,76
Antal aktier vid årets slut, m	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

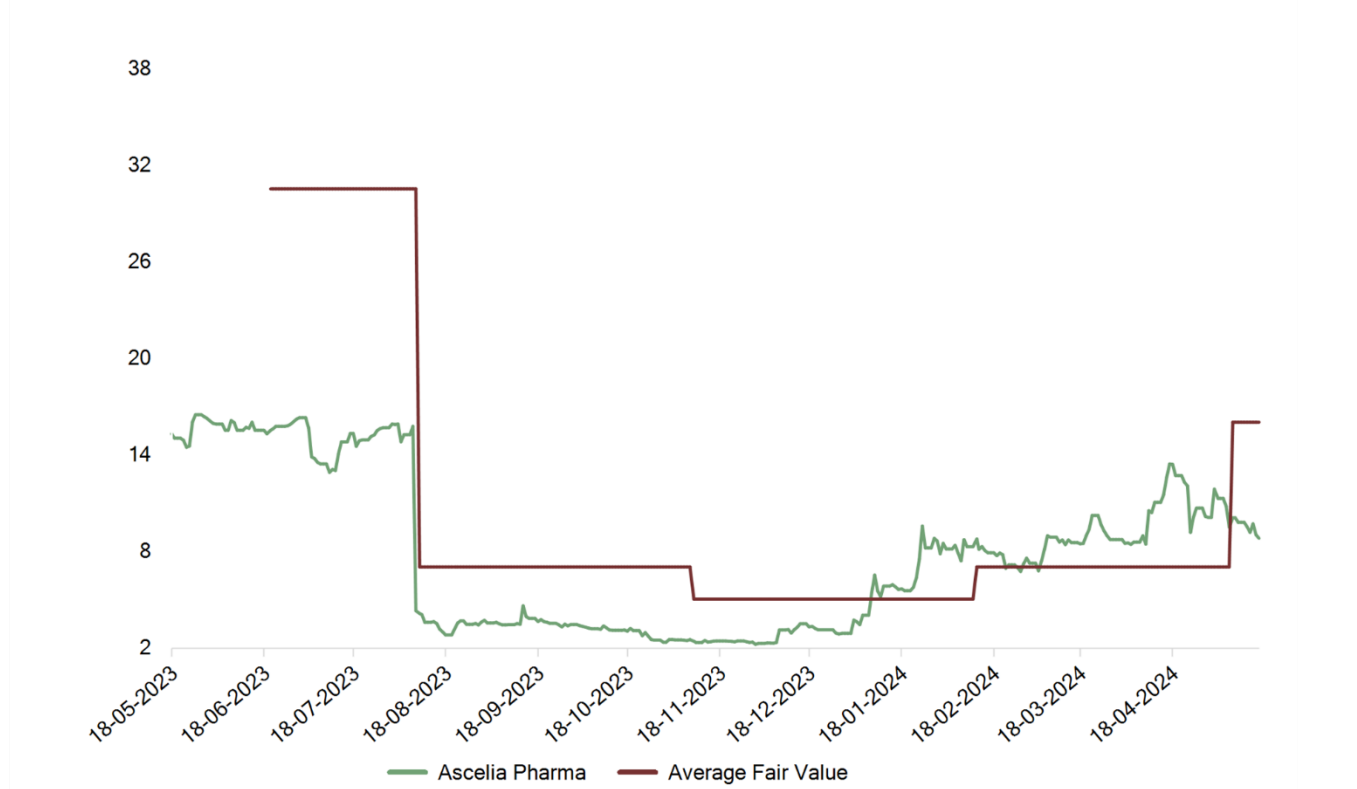
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	6,9x	3,4x	2,9x	1,6x	12,7x	2,2x	3,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	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%
EV/Sales	Neg.	100x	100x	Neg.	100x	100x	20,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	1 434	771	367	95	328	328	328
Aktiekurs	56,4	29,9	14,9	3,4	9,3	9,3	9,3

Källa: Ascelia Pharma, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Ascelia Pharma (ACE 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