



Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 27 augusti 2024

# Corline Biomedical

## Blickarna framåt

### Q2 – under förväntan ur ett finansiellt perspektiv

Corlines rapport för det andra kvartalet kom in under våra förväntningar för både försäljning och rörelseresultat, även om vi inte har några specifika estimat på kvartalsbasis. Försäljningen landade på 2,2 mkr (6,1) och rörelseresultatet på -4,4 mkr (-2,4). Bolaget skriver i rapporten att de minskade intäkterna är kopplade till att bolagets kunder gått in i kliniska utvärderingsfaser med sina produkter, där de direkta insatserna från Corlines håll är mindre omfattande. Kassan i slutet av juni uppgick till knappt 13 mkr.

### USA-lansering för Kardioms ytbelagda produkt

Det är tydligt att vi missbedömt dynamiken i intäktsgenereringen från bolagets kundavtal, och vi väljer att ta ned våra intäktsprognoser på kort sikt. På medellång och lång sikt består potentialen och vi bedömer fortsatt att vi kommer se en mycket stark försäljningstillväxt för Corline när Kardium lanserat Globe-katetern på marknaden. Vi saknar transparens i tidslinjen för detta, men vi kan konstatera att den potentiellt registreringsgrundande studien, PULSE-IDE, blev färdigrekryterad i april 2024. Patienterna ska följas upp i tolv månader för att utvärdera effekt, vilket innebär att en marknadsansökan sannolikt kommer kunna skickas in under Q3 2025. Om vi antar att handläggningstiden hos FDA är sex månader bedömer vi att en lansering kan ske under H1 2026. Om dessa antaganden blir verklighet estimerar vi att Corlines intäkter kommer att börja accelerera från och med H2 2025 (eftersom Kardium sannolikt vill bygga upp ett lager av reagenser inför lansering).

### Vi sänker motiverat värde något

Aktien handlades ned på rapportdagen, vilket sannolikt handlar om att marknaden hade hoppats på högre intäkter under kvartalet. Efter rapporten sänker vi vårt motiverade värde något till 20-30 kronor (24-34) per aktie. Vårt att notera är att vi fortsatt modellerar en förskottsbetalning kopplat till ett partneravtal med Renaparin under 2026, vilket förklarar den betydande intäktsökningen från 2025e till 2026e. Vi noterar också att vd-ordet nämner en ny satsning för Renaparin inom regenerativ medicin. Bolaget har inlett samarbeten med två kunder inom detta område och kommer att ge marknaden nyheter kopplade till detta. Det här är i tidigt skede och vi har inga prognoser för den här satsningen.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	20,0 - 30,0 kr	
Totala intäkter	-47,9%	-46,2%	-15,9%	36	19	32	152	Aktiekurs	9,9 kr	
EBITDA, just.	-52,3%	-115,4%	-20,1%	Tillväxt	8%	-49%	73%	375%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-52,4%	-115,3%	0,7%	EBITDA, just.	-2	-16	-3	114	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-2	-16	-3	114		
Q3 - rapport	07 november 2024			EPS, just.	-0,1	-0,8	-0,1	5,3	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Yes	No
Antal aktier	22m			EK/aktie	4,3	4,5	4,4	9,7	Likviditetsgarant	✓
Börsvärde	213			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser	✓
Nettoskuld	-13			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%	Transaktioner 12m	✓
EV	200			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	75,4%		
Free float	70%			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	75,4%		
Daglig handelsvolym, snitt	7k			EV/Sales	12,3x	17,4x	8,0x	1,4x		
Bloomberg Ticker	CLBIO SS EQUITY			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x		
Ludvig Svensson				P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	1,9x		
ludvig.svensson@carnegie.se				P/EK	3,4x	2,2x	2,3x	1,0x		
				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	44%		
				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	-0,9x		

## Investment case

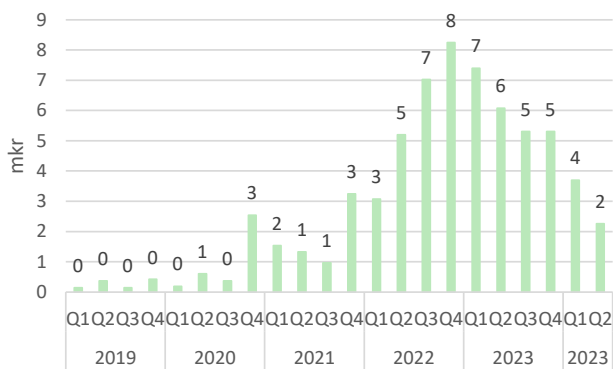
Corline har byggt ett bolag baserat på sin unika plattformsteknologi, Corline Heparin Surface (CHS). Heparin är en blodförtunnare som använts i klinisk praxis i över 50 år. Genom att ytbelägga objekt med ett egenutvecklat heparinkonjugat har Corline möjlighet att lindra de trombos- och immunreaktioner som kan uppstå när organ och medicinska implantat sätts in i mottagarens kropp. Bolaget har två konkreta ben: medicinteknik, där man ägnar sig åt ytbeläggning av medicinska implantat för att förbättra blodkompatibilitet och minska inflammation, och bioteknik, där man utvecklar Renaparin, ett läkemedel som ska förbättra utfallet vid njurtransplantation.

Inom medicinteknik bedriver Corline en partnerstrategi och har hittills knutit avtal med tre olika kunder, med en sammanlagd potential att inom några år generera 200 mkr i årliga intäkter (60–80% EBIT-marginal). Inom bioteknik har det ledande projektet Renaparin visat på goda säkerhetsdata i en fas I-studie och beräknas av ledningen att under 2024 gå in i en fas II-studie då man för första gången ska studera effekten.

I vår mening är Corline ett missförstått case. Vi bedömer att aktiemarknaden har svårt att värdera bolaget då det kan upplevas som spretigt. Men man kan också se bolaget som två separata verksamheter i en: medicinteknik och bioteknik. Inom medicinteknikdelen kan investerare förvänta sig återkommande intäkter om upp till 200 mkr per år med nuvarande avtal – vilket samtidigt också betydligt kommer att minska bolagets behov av att ta in nytt kapital från aktiemarknaden. Corline befinner sig även i diskussioner med fler kunder, vilket kan ge ytterligare uppsida i våra estimat.

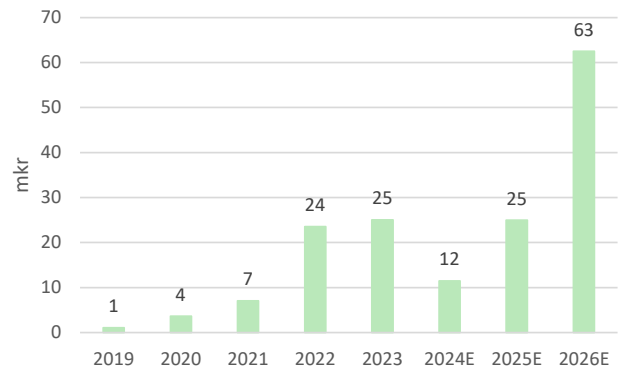
Vi ser en signifikant uppsida från dagens värdering endast baserat på medicinteknikdelen av verksamheten. Därtill får investerare Renaparin som en ytterligare värdedrivare i caset. Givet den kostnadseffektiva organisationen och de förväntade intäkterna från avtalen inom medicinteknik bedömer vi att Corline inte är långt ifrån att bli kassaflödespositivt, vilket vi ser som ett intressant läge för investerare att titta närmare på bolaget.

### Försäljning CHS, kvartalsbasis



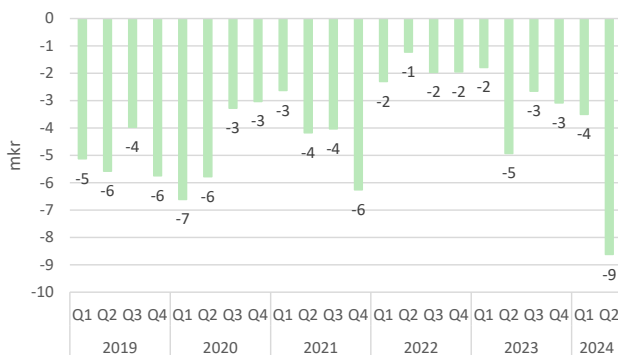
Källa: Penser by Carnegie

### Försäljning CHS, årsbasis



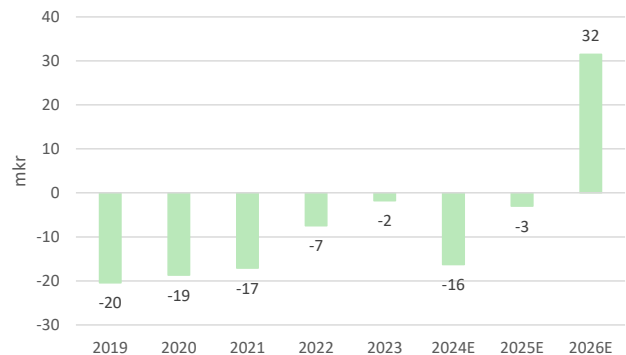
Källa: Penser by Carnegie

### Justerat EBIT CHS\*, kvartalsbasis



Källa: Penser by Carnegie

### Justerat EBIT CHS\*, årsbasis



Källa: Penser by Carnegie

### DCF

#### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	555
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>555</b>
Latest net debt	-13
<b>Equity value</b>	<b>567</b>
No. of shares outstanding (millions)	21.5
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>26</b>

#### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	6.0%
Extra risk premium	1.0%
WACC	15.0%

#### Sensitivity analysis

WACC	13%	14%	<b>15%</b>	16%	17%
NPV	651	607	<b>567</b>	531	498
NPV/share	30	28	<b>26</b>	25	23

#### Implicit multipl.

2024e

EV/Sales	10.7
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	14.9

#### 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: Penser by Carnegie

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	4	7	24	25	12	25	145
Övriga rörelseintäkter	11	10	10	11	7	7	7
<b>Totala intäkter</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>152</b>
Övriga rörelsekostnader	-22	-24	-31	-38	-35	-35	-38
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>114</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	14%	93%	8%	-49%	73%	375%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	-0,08	-0,76	-0,14	5,30
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-7	2	-2	-16	-3	114
Förändringar i rörelsekapital	2	2	-9	3	-1	1	-13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>	<b>-17</b>	<b>-2</b>	<b>101</b>
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-9	-10	-9	-11	-7	-7	-7
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>	<b>-10</b>	<b>94</b>
Nyemission / återköp	0	47	0	1	20	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>47</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-14</b>	<b>33</b>	<b>-15</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>94</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-9</b>	<b>-42</b>	<b>-26</b>	<b>-17</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-97</b>

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

Balansräkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	47	57	66	76	83	90	97
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>98</b>
Kundfordringar	1	2	2	3	2	1	14
Övriga omsättningstillgångar	1	1	8	4	1	1	17
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	42	26	17	12	3	97
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>11</b>	<b>45</b>	<b>36</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>129</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>99</b>	<b>96</b>	<b>227</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	52	92	95	93	97	94	208
<b>Summa eget kapital</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>97</b>	<b>94</b>	<b>208</b>
Leverantörsskulder	1	2	4	2	1	1	7
Övriga kortfristiga skulder	5	7	3	5	1	1	12
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>19</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>99</b>	<b>96</b>	<b>227</b>

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	14%	93%	8%	-49%	73%	375%
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.	10,1%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	10,1%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	Neg.	Neg.	78,6%

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

Avkastning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	2%	Neg.	Neg.	Neg.	75%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	2%	Neg.	Neg.	Neg.	75%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	6%	13%	5%	8%	9%	4%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	39%	23%	18%	6%	6%	50%
Rörelsekapital / totala intäkter	-30%	-36%	8%	0%	6%	2%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,4x	0,4x	0,2x	0,3x	0,7x

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-9	-42	-26	-17	-12	-3	-97
Soliditet	89%	91%	93%	93%	98%	98%	92%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,5x	-0,3x	-0,2x	-0,1x	0,0x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	-11,0x	N.m.	N.m.	N.m.	-0,9x

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,40	-0,33	0,11	-0,08	-0,76	-0,14	5,30
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	-0,08	-0,76	-0,14	5,30
FCF per aktie	-0,76	-0,68	-0,72	-0,45	-1,15	-0,45	4,38
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,86	4,29	4,40	4,34	4,51	4,37	9,67
Antal aktier vid årets slut, m	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

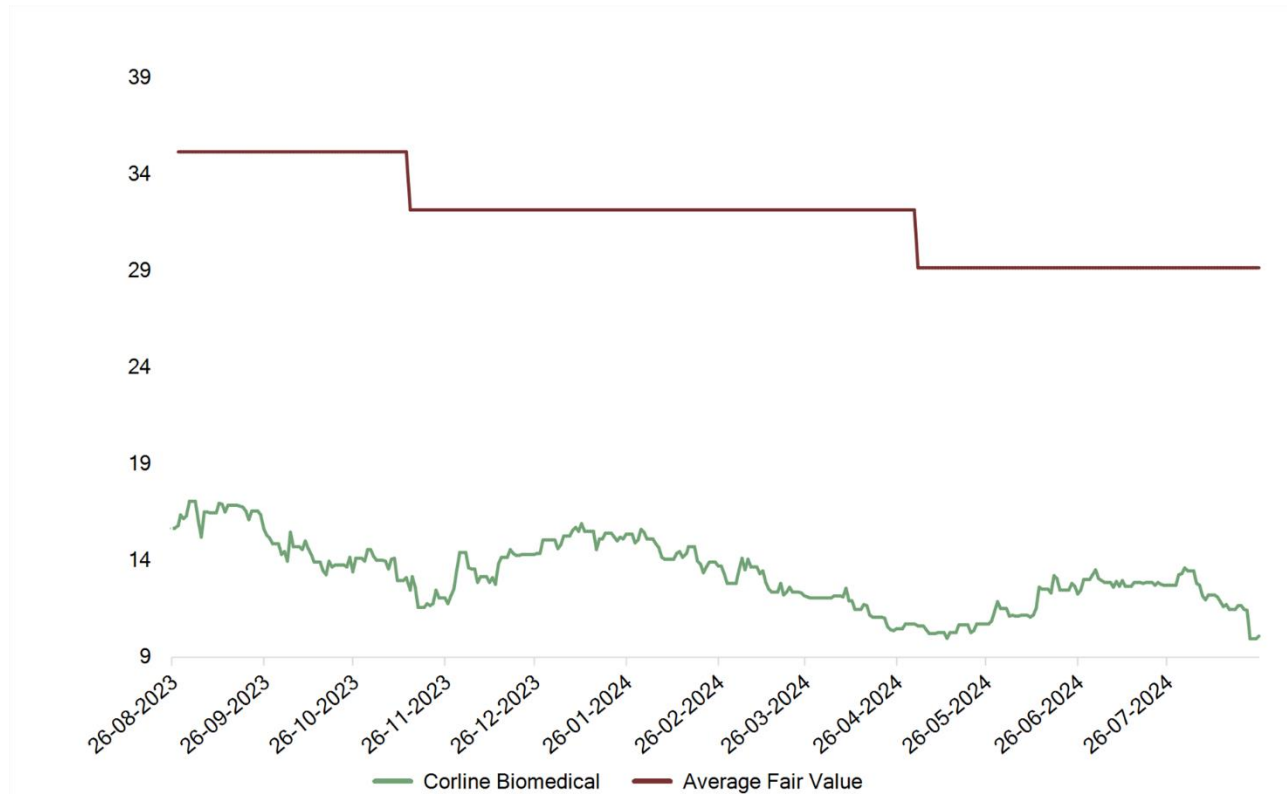
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	85,1x	Neg.	Neg.	Neg.	1,9x
P/EK	5,1x	3,4x	2,1x	3,4x	2,2x	2,3x	1,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	44%
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	16,9x	15,8x	5,2x	8,4x	17,4x	8,0x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	72,1x	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	73,9x	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x
EV	256	272	172	303	200	200	200
Aktiekurs	14,5	14,6	9,2	14,9	9,9	9,9	9,9

Källa: Corline Biomedical, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Corline Biomedical (CLBIO 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 häri, 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