



Penser Access by Carnegie

Media | Sverige | 11 december 2024

# Bokusgruppen

## Ytterligare ett värdeskapande förvärv

### Värdeskapande förvärv av BJT

Bokusgruppen har slutfört ett förvärv av BTJ AB. BTJ är specialist på digitala informationstjänster, media och bokförsäljning inom kunskapssektorn. I över 80 år har BTJ vänt sig med sina tjänster mot Sveriges bibliotek. Idag är verksamheten utökad och skolor och företag är idag viktiga kundsegment. BTJ har sitt säte i Lund och omsatte ca 100 mkr med en EBITA-marginal på 11,4 procent under 2023. Köpeskillingen uppgår till 70 mkr, med en möjlig tilläggsköpeskillning på 22 mkr. Baserat på EBITA-resultatet för 2023 uppgår EV/EBITA till, i börssammanhang, beskedliga 6,1x. Till detta kan läggas potentiella försäljnings- och kostnadssynergier. Vi anser därmed att förvärvet, liksom de tidigare två förvärv som har genomförts i år, är värdeskapande. Bolaget finansierar förvärvet inom befintlig finansieringslösning, vilket vi antar innebär ett utnyttjande av befintlig checkkredit på 200 mkr, där 83,4 mkr var utnyttjat per Q3'24. Fritt kassaflöde under Q4, det säsongsmässigt klart starkaste kvartalet, brukar dessutom vara klart positivt, 198,3 mkr i Q4'23 exempelvis, vilket minskar utmaningen kring finansieringen ytterligare.

### Uppjusterade prognoser

Vi höjer vår EBITA-prognos med 9% för 2025e och 2026e. Vi har inte räknat in några synergier i våra prognoser utan ser det som en möjlig, positiv, faktor utöver det rena resultatbidraget. Skillnaden på EBIT och EPS är mindre då även icke kassaflödespåverkande avskrivningar ökar.

### Motiverat värde oförändrat - aktien handlas på låga multiplar och till en hög direktavkastning

Vi håller vårt motiverade värde på 49-59 kr per aktie oförändrat. Förvärvet ökar vårt DCF värde från 53 kr till 54 kr, men det är fortsatt inom ramen för vårt värderingsramverk. Efter den senaste tidens svaga utveckling handlas återigen aktien på attraktiva multiplar och till en hög direktavkastning. Rörelserisken är låg då bokförsäljning växer med omkring 2% per år, men med stabilitet. Den kapitallätta affärsmodellen genererar starka kassaflöden. Samtidigt har bolaget investerat mycket på senare tid i ny e-handelsplattform och logistiklösningar, vilket ökar potentialen till förbättrade kampanjer och lägre leveranskostnader. Dessutom har förvärvsaktiviteten skruvats upp under 2023. Vi har inte räknat med att bolaget når sin målsättning om en EBITA-marginal på 8% i våra prognoser, vi har 6,4% i 2026e. Skulle bolaget nå sin marginalmålsättning i närtid, ser vi en väsentlig uppsida från vårt nuvarande värderingsintervall.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	49,0 - 59,0 kr
Totala intäkter	0,0%	4,8%	4,1%	1 870	1 971	2 199	2 281	Aktiekurs	44,8 kr
EBIT, just.	0,0%	3,3%	2,5%	Tillväxt	3%	5%	12%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	-3,1%	4,3%	3,1%	EBITDA, just.	253	266	290	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	69	72	82	61	
Q4 - rapport	18 februari 2025			EPS, just.	2,5	2,5	3,2	56	
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt, just.	413%	1%	24%	51	
Antal aktier	16m			EK/aktie	40,6	39,8	39,5	46	
Börsvärde	724			Utdelning per aktie	3,3	3,5	3,8	41	
Nettoskuld	435			EBIT-marginal	3,7%	3,6%	3,7%	36	
EV	1 159			ROE, just.	6,1%	6,3%	8,0%	31	
Free float	15%			ROCE, just.	7,6%	7,8%	9,1%	27	
Daglig handelsvolym, snitt	10k			EV/Sales	0,3x	0,6x	0,5x	Dec Jan Feb Mar Apr May Jun Jul Aug Sep Oct Nov Dec	
Bloomberg Ticker	BOKUS SS EQUITY			EV/EBITDA	2,6x	4,4x	4,0x	— BOKUS SS EQUITY — OMX INDEX	
Analytiker				EV/EBIT	9,3x	16,2x	14,1x	—	
Örjan Rödén				P/E, just.	12,0x	17,6x	14,2x	—	
orjan.roden@carnegie.se				P/EK	0,7x	1,1x	1,1x	—	
				Direktavkastning	10,9%	7,8%	8,4%	—	
				FCF yield	45%	29%	34%	—	
				Nettoskuld/EBITDA	0,6x	0,9x	0,7x	—	
								Intressekonflikter	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

### Försäljning i alla kanaler skapar stabilitet vid stora förändringar i konsumentledet

De senaste åren har varit slagiga för litteraturmarknaden, inte minst vad gäller försäljning i butik, men här har Bokusgruppens närvaro i alla kanaler och i alla format visat på en stark motståndskraft mot marknadsvolatilitet. Den underliggande efterfrågan på böcker/läsande växer stadigt, och när butiker ser minskad efterfrågan, som senast till följd av covid-19, har Bokusgruppen kanaler online som kan fånga upp kunderna. På samma sätt fångade butikerna upp kunderna när restriktionerna släpptes. Bokusgruppen kommer att öka investeringarna i tillväxt i form av systemplattform, konsumentlogistik och ökad marknadsföring, vilket bör leda till en allt starkare marknadsposition och därmed fortsatt prisledarskap.

### Stärkt bruttomarginal leder till ökad lönsamhet

Bokusgruppen har stärkt bruttomarginalen under de senaste åren via interna åtgärder som prisjusteringar och mixförändringar mot mer egna varumärken. Vi bedömer att den trenden kommer att fortsätta, vilket bör skapa bättre förutsättningar för vinsttillväxt över tid.

### Konsumentkonjunkturen kommer att förbättras i takt med avtagande inflation och normaliserade räntor

Bokusgruppen har drabbats hårt av de senaste årens makromiljö med höga inflationsnivåer och därmed stigande räntor. Svag reallöneutveckling har påverkat efterfrågan negativt, även om efterfrågan på litteratur är relativt stabil givet den låga enhetskostnaden. Höga hyreshöjningar drivet av den indexerade hyreshöjningen i 2022 har påverkat kostnaden för butiksbeståndet. I en miljö där inflationen faller tillbaka och räntorna normaliseras bör Bokusgruppen se en kombinerad positiv effekt av bättre efterfrågan, drivet av högre reallöner, och lägre kostnadsökningar.

## Bolagsprofil

Bokusgruppen är Sveriges ledande aktör inom distribution av böcker, med ett heltäckande erbjudande genom såväl butiker som e-handel och ljudböcker. Bokbranschen genomgår ett andra digitalt strukturskifte genom den streamade ljudbokens ökande popularitet, men vi tror att Bokusgruppen har goda förutsättningar att navigera i detta landskap med stöd i starka marknadspositioner, ett komplett erbjudande i alla kanaler och en tydlig handlingsplan. Över tid tror vi därför att bolaget kan ta marknadsandelar och öka såväl tillväxt som marginaler jämfört med idag. Genom två starka varumärken, Akademibokhandeln och Bokus, har Bokusgruppen en position som överlägsen nummer ett inom bokhandel i butik i Sverige (70% marknadsandel), en tydlig andraposition inom onlinebokhandel (30% marknadsandel) samt en utmanarställning inom den snabbväxande ljudbokskanalen genom tjänsten Bokus Play.

## Värdering

Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktier om 49–59 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1 793</b>	<b>1 775</b>	<b>1 866</b>	<b>1 822</b>	<b>1 870</b>	<b>1 971</b>	<b>2 199</b>	<b>2 281</b>
Kostnad sålda varor	-1 073	-1 107	-1 149	-1 084	-1 076	-1 127	-1 249	-1 296
<b>Bruttoresultat</b>	<b>719</b>	<b>668</b>	<b>717</b>	<b>738</b>	<b>795</b>	<b>843</b>	<b>950</b>	<b>985</b>
Övriga rörelsekostnader	-485	-447	-471	-541	-542	-577	-660	-684
<b>EBITDA</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>219</b>	<b>253</b>	<b>266</b>	<b>290</b>	<b>301</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	22	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>197</b>	<b>253</b>	<b>266</b>	<b>290</b>	<b>301</b>
Avskrivningar	-146	-137	-122	-125	-138	-149	-153	-154
<b>EBITA, justerad</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>73</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>137</b>	<b>147</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-39	-41	-43	-43	-45	-45	-55	-54
<b>EBIT</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>93</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>30</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>93</b>
Finansnetto	-37	-28	-18	-13	-18	-20	-18	-18
<b>Resultat före skatt</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>63</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>63</b>	<b>17</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
Total skatt	33	-11	-12	-9	-11	-11	-13	-15
<b>Nettoresultat</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>8</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	-1%	5%	-2%	3%	5%	12%	4%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	42,5%	42,8%	43,2%	43,2%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,6%	3,7%	3,6%	3,7%	4,1%
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,49	2,51	2,54	3,15	3,68
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-91%	N.m.	-84%	413%	1%	24%	17%

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	50	43	81	52	69	72	82	93
Övriga kassaflödesposter	169	166	146	133	159	164	176	174
Förändringar i rörelsekapital	13	7	36	-34	16	14	26	13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>232</b>	<b>217</b>	<b>264</b>	<b>150</b>	<b>244</b>	<b>249</b>	<b>285</b>	<b>280</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-7	-11	-9	-7	-7	-7	-7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-22	-36	-42	-20	-30	-33	-34
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>	<b>-46</b>	<b>-51</b>	<b>-26</b>	<b>-36</b>	<b>-40</b>	<b>-41</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>211</b>	<b>188</b>	<b>217</b>	<b>99</b>	<b>218</b>	<b>213</b>	<b>246</b>	<b>239</b>
Förvärv och avyttringar	0	0	0	0	0	-95	0	0
Förändring av skulder	-91	-125	-155	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	-5	-12	-49	-49	-53	-57	-61
Övriga poster	-54	-102	-86	-114	-130	-140	-153	-159
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-146</b>	<b>-232</b>	<b>-252</b>	<b>-162</b>	<b>-179</b>	<b>-288</b>	<b>-209</b>	<b>-219</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>66</b>	<b>-44</b>	<b>-35</b>	<b>-63</b>	<b>39</b>	<b>-76</b>	<b>36</b>	<b>20</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>398</b>	<b>404</b>	<b>110</b>	<b>176</b>	<b>158</b>	<b>234</b>	<b>198</b>	<b>178</b>

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	410	410	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	426	406	399	398	373	452	431	411
Materiella anläggningstillgångar	30	25	26	24	21	19	17	15
Finansiella anläggningstillgångar	19	3	2	2	3	3	3	3
Övriga anläggningstillgångar	213	274	257	259	284	284	291	305
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 099</b>	<b>1 119</b>	<b>1 094</b>	<b>1 093</b>	<b>1 091</b>	<b>1 168</b>	<b>1 153</b>	<b>1 144</b>
Varulager	198	194	196	205	201	208	227	231
Kundfordringar	28	22	19	23	22	23	26	27
Övriga omsättningstillgångar	52	64	49	63	60	64	71	74
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	2	133	69	109	33	69	89
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>281</b>	<b>282</b>	<b>396</b>	<b>360</b>	<b>393</b>	<b>328</b>	<b>394</b>	<b>421</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 380</b>	<b>1 401</b>	<b>1 489</b>	<b>1 453</b>	<b>1 484</b>	<b>1 496</b>	<b>1 546</b>	<b>1 565</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	461	478	682	663	655	643	637	636
<b>Summa eget kapital</b>	<b>461</b>	<b>478</b>	<b>682</b>	<b>663</b>	<b>655</b>	<b>643</b>	<b>637</b>	<b>636</b>
Långfristiga räntebärande skulder	215	150	0	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingsskulder	185	256	243	151	157	157	157	157
Övriga långfristiga skulder	106	92	93	93	91	91	91	91
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>506</b>	<b>498</b>	<b>336</b>	<b>244</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>
Leverantörsskulder	254	240	246	239	255	269	300	311
Kortfristiga leasingsskulder	0	0	0	94	110	110	110	110
Övriga kortfristiga skulder	159	184	226	214	216	227	251	260
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>413</b>	<b>425</b>	<b>472</b>	<b>547</b>	<b>581</b>	<b>605</b>	<b>661</b>	<b>681</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 380</b>	<b>1 401</b>	<b>1 489</b>	<b>1 453</b>	<b>1 484</b>	<b>1 496</b>	<b>1 546</b>	<b>1 565</b>

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-1%	5%	-2%	3%	5%	12%	4%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-6%	11%	-20%	28%	5%	9%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-13%	88%	-63%	133%	3%	15%	13%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-91%	N.m.	-84%	413%	1%	24%	17%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	42,5%	42,8%	43,2%	43,2%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	12,0%	13,5%	13,5%	13,2%	13,2%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	10,8%	13,5%	13,5%	13,2%	13,2%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	2,8%	3,7%	3,6%	3,7%	4,1%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,6%	3,7%	3,6%	3,7%	4,1%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	0,2%	2,7%	0,4%	2,2%	2,1%	2,3%	2,6%

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	1%	9%	1%	6%	6%	8%	9%
ROCE, justerad	Neg.	5%	9%	3%	8%	8%	9%	10%
ROIC, justerad	Neg.	5%	10%	4%	8%	8%	10%	11%

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	11%	11%	10%	11%	11%	11%	10%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Leverantörsskulder / KSV	24%	22%	21%	22%	24%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	27%	29%	34%	36%	36%	35%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-8%	-11%	-9%	-10%	-10%	-10%	-10%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,0x	2,0x	2,0x	2,2x	2,4x	2,5x

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	398	404	110	176	158	234	198	178
Soliditet	33%	34%	46%	46%	44%	43%	41%	41%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	0,8x	0,2x	0,3x	0,2x	0,4x	0,3x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,8x	0,6x	0,9x	0,7x	0,6x

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	2,83	0,27	3,13	1,85	2,51	2,54	3,15	3,68
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,49	2,51	2,54	3,15	3,68
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	6,13	13,5	13,2	15,2	14,8
Utdelning per aktie	0,00	0,75	3,00	3,00	3,30	3,50	3,75	4,00
Eget kapital per aktie	28,5	29,6	42,2	41,0	40,6	39,8	39,5	39,4
Antal aktier vid årets slut, m	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

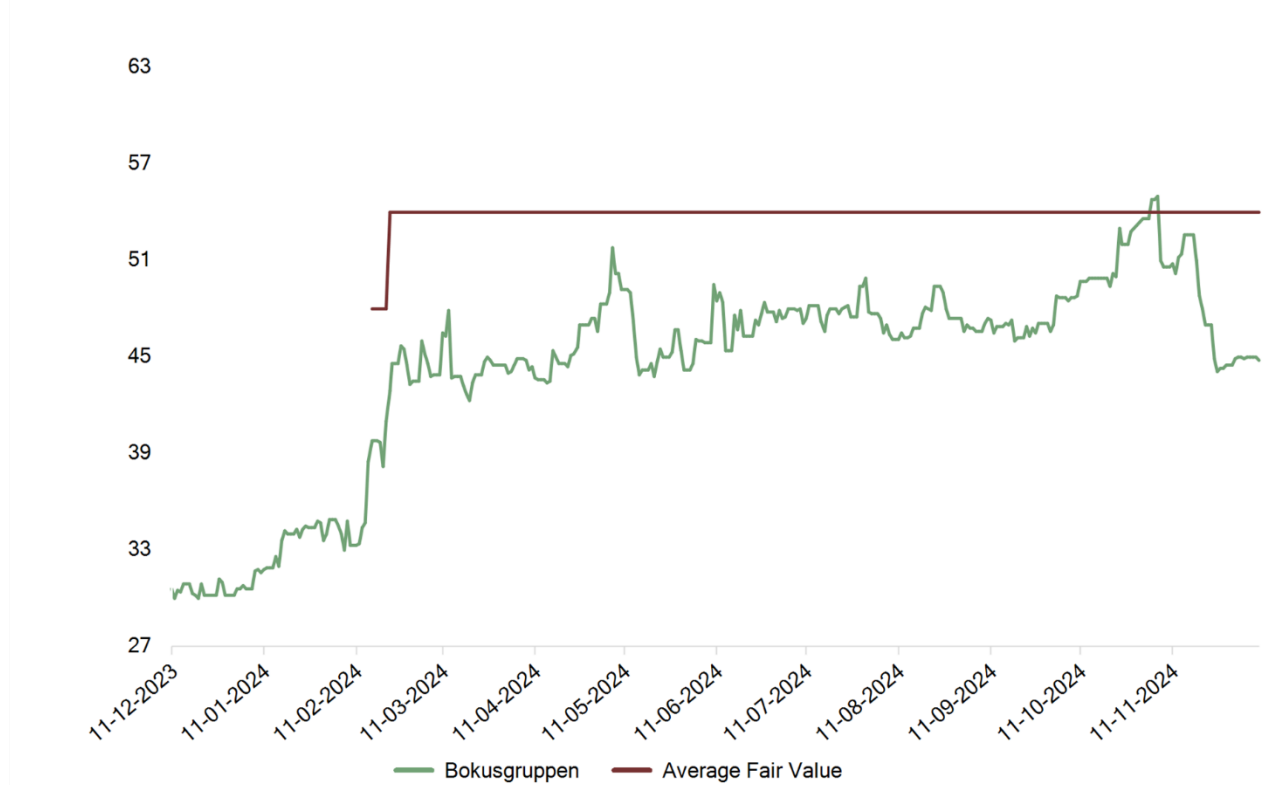
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	15,8x	100x	12,7x	76,9x	12,0x	17,6x	14,2x	12,2x
P/EK	1,6x	1,5x	0,9x	0,9x	0,7x	1,1x	1,1x	1,1x
P/FCF	3,4x	3,8x	3,0x	6,1x	2,2x	3,4x	2,9x	3,0x
FCF-yield	29%	26%	34%	16%	45%	29%	34%	33%
Direktavkastning	0,0%	1,7%	7,6%	8,0%	10,9%	7,8%	8,4%	8,9%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	>100%	95,8%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,4x	0,4x	0,3x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,1x	4,0x	2,6x	4,4x	4,0x	3,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	9,3x	26,3x	9,3x	16,2x	14,1x	12,4x
EV	Neg.	Neg.	752	783	646	1 159	1 159	1 159
Aktiekurs	44,8	44,8	39,7	37,6	30,2	44,8	44,8	44,8

Källa: Bokusgruppen, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Bokusgruppen (BOKUS 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