



## Penser Access by Carnegie

Energi | Sverige | 25 februari 2024

# Sun4energy Group AB

## Ny struktur efter sammangående med Niutech

### Stark rapport efter samgående med Niutech

Sun4Energy rapporterade ett starkt Q4'23 efter samgåendet med Niutech. EBIT på 9,2 mkr förbättrades jämfört med motsvarande period i 2022, 7,4 mkr i Q4'22. Q4'22 var emellertid resultatet från Niutech isolerat, då samgåendet var ett omvänt förvärv där Niutech har förvärvat verksamheten i "gamla" Sun4Energy. "Gamla" Sun4Energy ingår med EBIT för december 2023, vilket har bidragit till resultatförbättringen. Om vi jämför rapporterad EBIT i Q4'23 för den nya koncernen med rapporterad EBIT i Q4'22 för "gamla" Sun4Energy på -1,5 mkr framstår den nya koncernen som klart mer lönsam. Även omsättningen har utvecklats väl jämfört med Q4'23 i proformaredovisningen.

### Nya prognoser gäller för den nya koncernen

Vi introducerar nya prognoser för den nya koncernen. Jämförelser med våra tidigare prognoser är inte relevanta då verksamheten har förändrats i grunden. Bolaget består idag av 2 delar. Sol och Energi, 365 mkr eller 66% av omsättningen proforma 2023, är den största delen av verksamheten. Digital infrastruktur utgjorde 191 mkr (34%) av koncernens omsättning 2023. Den begränsade historik som finns kring Niutech, i den fas bolaget befann sig i vid samgåendet, ger en i våra ögon positiv bild av en koncern som har vuxit med lönsamhet. Med det sagt så är osäkerheten kring våra prognoser betydande och sannolikheten för revideringar får anses som hög i takt med att informationen kring den nya koncernen blir mer tillgänglig.

### Värderingsmetod intakt tills vidare

Vi värderar fortsatt Sun4Energy baserat på en relativvärdering av en liknande installationsverksamhet, Byggpartner. Även om verksamheten i Sun4Energy är delvis annorlunda mot tidigare, där skillnaden utgörs av digital infrastruktur, utgör installation av sol och energi fortsatt den största delen av bolaget. Vi väljer därför att behålla värderingsmetodiken tills vidare. Byggpartner har historiskt värderats på P/E-tal 11,5 på rullande 12 månaders bakåtblickande EPS, justerat för perioder av låg lönsamhet. Vi applicerar den multipeln på nettovinsten 2025 och diskonterat till dagsvärde med en WACC på 14%. Detta ger ett underlag för motiverat värde på 28,7 kr per aktie och ett motiverat värde på 26-32 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	26,0 - 32,0 kr
Totala intäkter	72,8%	62,0%	-	289	646	816	841	Aktiekurs	8,9 kr
EBIT, just.	>100%	>100%	-	94%	>100%	26%	3%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	>100%	54,2%	-	22	36	61	74	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	12	27	52		
Q1 - rapport		16 maj 2024		EBIT, just.	0,7	1,4	2,7	<b>Intressekonflikter</b>	
Q2 - rapport		21 augusti 2024		EPS, just.	0,7	1,4	2,7		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	33%	92%	99%		
Antal aktier		16m		EK/aktie	6,4	7,7	10,5		
Börsvärde		140		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0		
Nettoskuld		-23		EBIT-marginal	4,3%	4,2%	6,4%		
EV		117		ROE, just.	9,1%	19,6%	30,2%		
Free float		68%		ROCE, just.	12,0%	18,9%	29,3%		
Daglig handelsvolym, snitt		15k		EV/Sales	0,4x	0,2x	0,1x		
Bloomberg Ticker		SUN4 SS EQUITY		EV/EBITDA	5,0x	3,2x	1,9x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	8,9x	4,3x	2,3x		
Örjan Rödén				P/E, just.	10,6x	6,4x	3,2x		
orjan.roden@carnegie.se				P/EK	1,2x	1,1x	0,8x		
				FCF yield	10%	13%	31%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,2x	-0,4x	-1,0x		

## Investment case

**Den svenska kraftmarknaden är i kraftig omstöpning:** Elektrifiering i allmänhet och flera stora industriprojekt i synnerhet kräver stora mängder ny elproduktion eller ett bättre balanserat energisystem med hjälp av lagring. Samtidigt påverkas flera kraftgenereringsslag av utbyggnadsproblem och/eller långa ledtider samt lokalt motstånd. Detta gäller främst kärnkraft (långa ledtider) och vindkraft, både havsbaserad (långa ledtider och lokalt motstånd) och landbaserad (lokalt motstånd). För kärnkraft och havsbaserad vindkraft finns det även frågetecken kring den långsiktiga lönsamhetskalkylen, då många kostnadsprognoser har svårt att möta dagens elprisnivåer. Dessutom har det svenska elsystemet stora kapacitetsbrister, som tar lång tid att åtgärda. Solenergi, framför allt tillsammans med batterilagring, är det enda energislag som kan erbjuda en snabb utbyggnad med lokal acceptans som dessutom stöttar upp elsystemet med stödtjänster där batterilagring ingår. Dessutom är det en helt förnyelsebar energikälla. Vi bedömer att marknaden för solenergi kommer att växa med 35% och att Sun4Energy kan växa i takt med marknaden fram till och med 2026.

**En vinnare på morgondagens solenergimarknad:** Marknaden för solpanelsinstallatörer är i kraftig förändring. Marknaden mognar i takt med att erbjudandet blir mer standardiserat och lönsamheten pressas, efter en närmast explosiv utveckling under de senaste åren. En simpel installation av solpaneler ersätts av alltmer komplexa energilösningar där solpaneler, energilagring, laddning av elfordon och IT-plattformar efterfrågas på marknaden. Sun4Energy, med sitt ursprung i elinstallationer och byggverksamhet, är i en utmärkt position att bli en trovärdig leverantör av helhetslösningar inom energi med fokus på solpaneler, batterilagring och kommunikationslösningar till privatpersoner och företag. Vi ser framför oss en kraftig konsolidering av marknaden för solpanelsinstallatörer, där Sun4Energy, som noterat bolag och med starka finanser samt en bred ansats mot morgondagens energimarknad, har stora möjligheter att ta del av en marknadskonsolidering. Bolagets flexibla modell, där man inte har produktion av egna produkter, gör att bolaget kan agera snabbfotat när det tekniska landskapet förändras och nya specialiserade aktörer etablerar sig.

**Ny struktur ger goda förutsättningar att bli en viktig aktör i morgondagens infrastrukturmarknad:** I och med samgåendet med Niutech blir "nya" Sun4Energy en väsentligt annorlunda och starkare spelare med högre lönsamhet och fler ben att stå på inom digitala infrastrukturlösningar.

## Bolagsprofil

Sun4Energy Group – listade på NGM Nordic SME – erbjuder nydanande lösningar inom grön digital infrastruktur vilka accelererar övergången till effektiva och fossilfria energi lösningar samtidigt som kostnaderna för kunden sänks. Erbjudandet omfattar lösningar inom digital infrastruktur, solenergi och elinstallation, vilket gör koncernen till en komplett leverantör inom områdena. Samgåendet mellan Sun4Energy och Nuitech Group genomfördes i november 2023 och motiverades av synergier som ökad effektivitet och lönsamhet. Tillsammans ska bolagen möta den växande efterfrågan på grön digital infrastruktur och sträva efter en ledande position inom området.

## Värdering

Vi har värderat Sun4Energy med en relativ och en absolut värderingsmetod. Vi har endast använt den relativa värderingsmetoden som underlag för vårt motiverade värde. I den relativa värderingsmetoden har vi valt att jämföra bolaget med Byggpartner, ett installationsföretag. I grund och botten är Sun4Energy ett installationsföretag. Visserligen skiljer sig den väsentligt högre tillväxten inom solcellsinstallationer markant från traditionella installationsföretag, men så gör även den skarpare konkurrensen. Byggpartner är även ett mindre bolag, vilket ökar jämförbarheten. Förutom under perioder av underlönsamhet, har Byggpartner handlats på ett P/E-tal på 10x-15x. Vi har valt bort perioder präglade av svag lönsamhet och satt ett tak på P/E 12x i vår beräkning och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016–2022, enligt data från FactSet. Vi har applicerat den multipeln på vinsten för 2025e. Nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger detta ett underlag på 28,7 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 26–32 kr per aktie.

Vår absolutvärdering bygger på en DCF-kalkyl och är baserad på en långsiktig EBIT-marginal på 9%, en långsiktig tillväxt på 3% och en WACC på 14%. Givet att bolaget har en kort historik är det förstäligt att marknaden inte prissätter aktien i linje med sitt fulla fundamentala värde. En fortsatt tillväxt, i kombination med de lönsamhetsförbättringar vi ser, bör leda till att rabatten mot det fundamentala avkastningsvärdet succesivt minskar över tid. Solcellsbranschens starka tillväxt bör dessutom leda till högre multiplar över tid.

Figur 1: Värderingsunderlag för motiverat värde

Nettovinst 2025e, mkr	45
Motiverad P/E- multipl	11,5
Värde 2025e, mkr	515
Övriga justeringar	0
Aktievärde 2025e, mkr	515
WACC	14,0%
Diskonterat värde idag, mkr	452
Aktier, m	15,7
Värde per aktie, kr	28,7
Rabatt/Premium	0%
<b>Underlag för motiverat värde, kr</b>	<b>28,7</b>

Källa: Sun4Energy, Penser by Carnegie

Figur 2: DCF, sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	292	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	167	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>459</b>	Avskrivningar, % av omsättning	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	-23	Capex, % av omsättning	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>482</b>	Skattesats	20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	16		
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>31</b>		

Källa: Sun4Energy, Penser by Carnegie

Figur 3: DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%
WACC	12,0%	35	36	38	39	41	WACC	12,0%	32	35	38	40	43
	13,0%	32	33	34	35	36		13,0%	29	31	34	36	38
	14,0%	29	30	31	32	32		14,0%	27	29	31	33	35
	15,0%	27	27	28	29	29		15,0%	25	26	28	30	32
	16,0%	25	25	26	26	27		16,0%	23	24	26	27	29

Källa: Sun4Energy, Penser by Carnegie

Resultaträkning						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	47	141	287	641	812	837
Övriga rörelseintäkter	1	7	2	4	4	4
<b>Totala intäkter</b>	48	149	289	646	816	841
Kostnad sålda varor	-31	-31	-103	-239	-278	-281
<b>Bruttoresultat</b>	17	118	187	407	538	560
Övriga rörelsekostnader	-17	-105	-165	-371	-477	-486
<b>EBITDA</b>	0	13	22	36	61	74
<b>EBITDA, justerad</b>	0	13	22	36	61	74
Avskrivningar	0	-2	-3	-1	-1	-2
<b>EBITA, justerad</b>	-1	11	19	35	60	73
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	-4	-6	-8	-8	-8
<b>EBIT</b>	-1	7	12	27	52	65
<b>EBIT, justerad</b>	-1	7	12	27	52	65
Finansnetto	0	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	-1	6	11	26	51	64
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-1	6	11	26	51	64
Total skatt	0	-2	-3	-3	-6	-9
<b>Nettoresultat</b>	-1	4	8	23	45	54
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-1	4	8	23	45	54
Intäktsstillväxt	-	>100%	94%	>100%	26%	3%
Bruttomarginal	36,1%	83,5%	65,0%	63,5%	66,3%	66,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,7%	4,3%	4,2%	6,4%	7,7%
EPS, justerad	-0,35	0,54	0,72	1,38	2,75	3,32
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	33%	92%	99%	21%

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

Kassaflödesanalys						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-1	7	12	27	52	65
Övriga kassaflödesposter	1	4	8	8	8	8
Förändringar i rörelsekapital	-5	-5	-12	-12	-11	-8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-5	5	8	22	48	65
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-11	1	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-5	-11	0	-3	-3	-3
<b>Fritt kassaflöde</b>	-10	-6	8	19	45	62
Nyemission / återköp	19	20	1	0	0	0
Förändring av skulder	0	2	-8	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	19	22	-6	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	8	17	2	19	45	62
<b>Nettoskuld</b>	-10	-11	5	-14	-60	-121

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Balansräkning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	3	51	83	75	67	59
Materiella anläggningstillgångar	1	6	32	34	35	37
Övriga anläggningstillgångar	1	0	1	-2	-8	-17
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>57</b>	<b>116</b>	<b>107</b>	<b>95</b>	<b>79</b>
Varulager	3	1	38	84	106	109
Kundfordringar	4	28	53	116	147	151
Övriga omsättningstillgångar	7	22	39	39	39	39
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	21	23	42	88	149
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>25</b>	<b>72</b>	<b>152</b>	<b>281</b>	<b>379</b>	<b>448</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>29</b>	<b>129</b>	<b>268</b>	<b>388</b>	<b>474</b>	<b>528</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	17	66	104	126	171	225
<b>Summa eget kapital</b>	<b>17</b>	<b>66</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>171</b>	<b>225</b>
Långfristiga leasingsskulder	0	4	20	20	20	20
Övriga långfristiga skulder	0	11	11	11	11	11
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	5	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	16	56	123	155	160
Kortfristiga leasingsskulder	0	1	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	7	25	70	100	109	104
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>12</b>	<b>48</b>	<b>134</b>	<b>230</b>	<b>272</b>	<b>272</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>29</b>	<b>129</b>	<b>268</b>	<b>388</b>	<b>474</b>	<b>528</b>

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	>100%	94%	>100%	26%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	68%	66%	68%	22%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	89%	>100%	91%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	33%	92%	99%	21%
Bruttomarginal	36,1%	83,5%	65,0%	63,5%	66,3%	66,9%
EBITDA-marginal	Neg.	9,2%	7,6%	5,7%	7,5%	8,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	9,2%	7,6%	5,7%	7,5%	8,9%
EBIT-marginal	Neg.	4,7%	4,3%	4,2%	6,4%	7,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	4,7%	4,3%	4,2%	6,4%	7,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	2,6%	2,7%	3,5%	5,5%	6,5%

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Avkastning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	9%	9%	20%	30%	27%
ROCE, justerad	Neg.	14%	12%	19%	29%	29%
ROIC, justerad	Neg.	21%	15%	24%	46%	60%

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	7%	1%	13%	13%	13%	13%
Kundfordringar / totala intäkter	9%	19%	18%	18%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	15%	53%	55%	51%	56%	57%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	35%	50%	38%	36%	35%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	6%	1%	2%	3%	4%
Kapitalomsättningshastighet	2,8x	2,0x	2,2x	4,2x	4,1x	3,3x

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-10	-11	5	-14	-60	-121
Soliditet	59%	51%	39%	33%	36%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	-0,2x	0,0x	-0,1x	-0,3x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	21,5x	-0,9x	0,2x	-0,4x	-1,0x	-1,6x

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Aktiedata

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,35	0,54	0,72	1,38	2,75	3,32
EPS, justerad	-0,35	0,54	0,72	1,38	2,75	3,32
FCF per aktie	-4,04	-0,84	0,75	1,19	2,78	3,77
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,01	7,93	6,35	7,73	10,5	13,8
Antal aktier vid årets slut, m	4,26	8,35	16,3	16,3	16,3	16,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	2,59	6,76	10,8	16,3	16,3	16,3

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

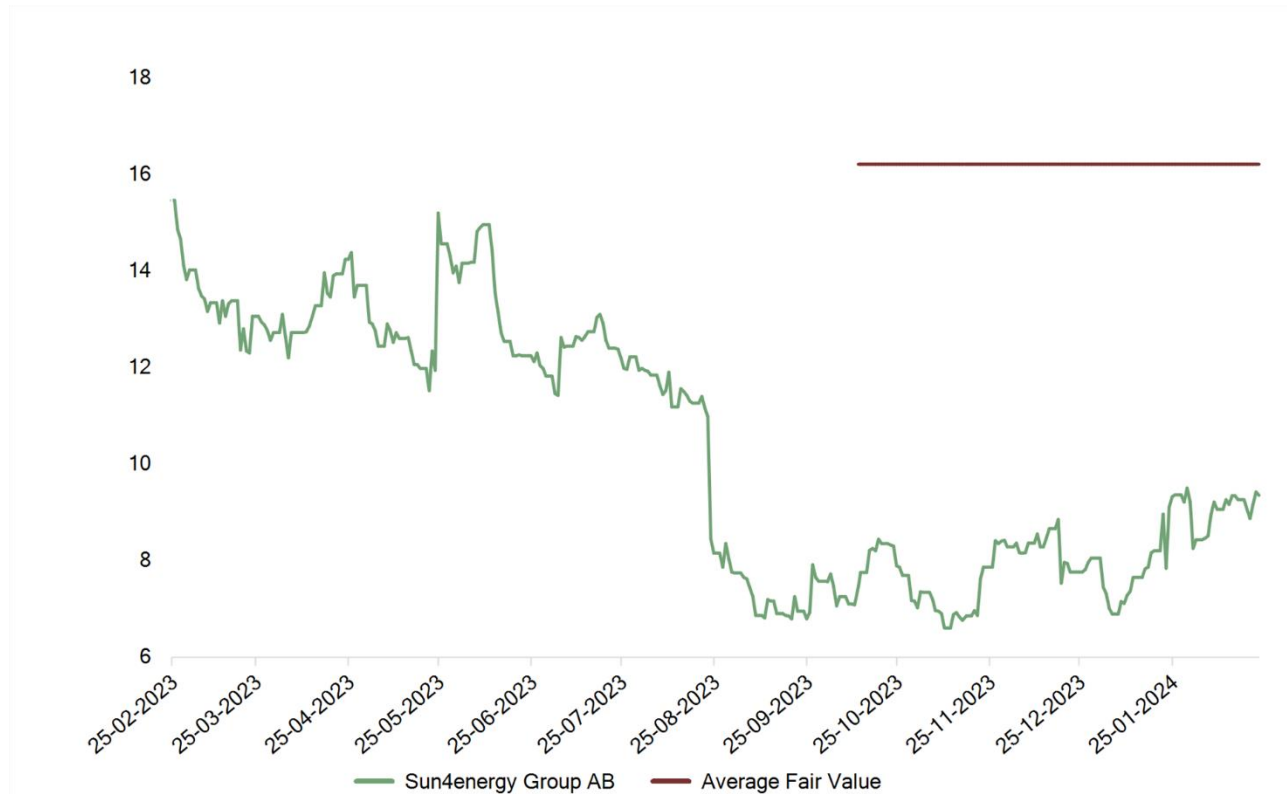
## Värdering

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	29,3x	10,6x	6,4x	3,2x	2,7x
P/EK	4,8x	2,0x	1,2x	1,1x	0,8x	0,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	10,1x	7,5x	3,2x	2,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	10%	13%	31%	42%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	1,5x	0,8x	0,4x	0,2x	0,1x	0,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	9,2x	5,0x	3,2x	1,9x	1,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	18,3x	8,9x	4,3x	2,3x	1,8x
EV	72	121	111	117	117	117
Aktiekurs	19,4	15,8	6,7	6,7	6,7	8,9

Källa: Sun4energy Group AB, Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Sun4energy Group AB (SUN4 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. 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