



## Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 23 september 2024

# XMReality

## Återupptar teckning efter slutförd nyemission

### Fallet i ARR verkar börja ebba ut

Antalet nya kunder fortsätter att öka – under H1'24 fick XMReality 30 nya kunder vilket kan jämföras med 45 för hela 2023. Samtidigt ser bolaget ökad användning av dess produkter samt förbättrad kundnöjdhet vilket har lett till att många kunder rekommenderar produkterna till andra. ARR minskade något sekventiellt men steg marginellt i slutet av perioden. Kvaliteten i ARR är dessutom högre i och med att fler av de nya kunderna har fått in XMRealitys produkter i sina rutiner än vad som förut har varit fallet, vilket förbättrar visibiliteten och stabiliteten.

### Vi räknar med positivt EBITDA 2025e

XMReality sänkte kostnaderna ytterligare under H1 och med ytterligare kostnadsbesparingar under Q3 räknar bolaget med att den årliga kostnadsmassan kommer vara i linje med intäkterna. Målet att nå positivt kassaflöde i slutet av 2024 kvarstår och vi estimerar ett positivt EBITDA 2025e. Detta kräver en ökning av intäkterna – vi prognostiserar en ARR-tillväxt på 25% 2024 och 75% 2025. Förändringen av karaktären på många av de avtal som de tagit de senaste 1-2 åren, mindre men med en fast plan för hur de ska accelereras, gör att vi bedömer tillväxten som rimlig. Att ordergången i Q2'24 var den lägsta sedan 2019 är dock oroande och utvecklingen under H2'24 kommer vara avgörande.

### Motiverat värde på 0,12-0,17 kr

Tidigare i september meddelade bolaget att Andreas Jonsson lämnar som VD och att CTO Alexander Sandström tar över posten. Vi ser bytet som odramatiskt då vi bedömer att den nuvarande strategin kommer vara oförändrad och då Alexander Sandström har en flerårig erfarenhet med produkten och bolaget. Efter att nyemissionen slutförts sätter vi ett nytt motiverat värde på 0,12-0,17 kr per aktie. Baserat på Rule of 40 (tillväxt + FCF-marginalen) för en jämförelsegrupp använder vi EV/S på 3x i vår värdering, vilket vi applicerar på 2025 års siffror för att fånga tillväxten. Vi nuvärdesberäknar sedan värdet med en WACC på 16%, och får därigenom den övre delen av vårt intervall. Vår känslighetsanalys ger oss den lägre delen av intervallet.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	0,12 - 0,17 kr	
Totala intäkter	-5,7%	-8,0%	-8,6%	Totala intäkter	30	29	41	59	Aktiekurs	0,0 kr	
EBITDA, just.	N.m.	N.m.	N.m.	Tillväxt	-4%	-4%	45%	43%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-25	-12	7	19	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-31	-18	0	11			
Q3 - rapport	24 oktober 2024			EPS, just.	-0,3	0,0	0,0	0,0	<b>Intressekonflikter</b>		
Q4 - rapport	13 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			Yes
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	0,1	0,0	0,1	0,1	Likviditetsgarant	✓	
Antal aktier	619m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,4%	23,0%	Certified adviser	✓	
Börsvärde	15			ROE, just.	Neg.	Neg.	0,6%	27,7%	Transaktioner 12m	✓	
Nettoskuld	-27			ROCE, just.	Neg.	Neg.	1,4%	28,3%			
EV	(13)			EV/Sales	0,8x	Neg.	Neg.	Neg.			
Free float	75%			EV/EBITDA	Neg.	1,1x	Neg.	Neg.			
Daglig handelsvolym, snitt	2 889k			EV/EBIT	Neg.	0,7x	Neg.	Neg.			
Bloomberg Ticker	XMR SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	73,5x	1,3x			
<b>Analytiker</b>				P/EK	5,6x	0,5x	0,4x	0,3x			
Markus Almerud				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	114%			
markus.almerud@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	-2,7x	-1,9x			

## Investment case

**Kraftigt växande marknad:** XMReality (XMR) befinner sig på en marknad som växer kraftigt och har produkter som är extremt skalbara. Kundlistan är imponerande och med lanseringen av nya produktfunktioner kan bolaget nå nya kundgrupper. Funktionerna möjliggör att de rör sig från service och eftermarknad till bolagets kärnverksamheter. Därmed ökar den tillgängliga marknaden signifikant.

**De sista uppdateringarna av produkten är nu klara...:** Under året har de sista uppdateringarna till ny back-end gjorts och den gamla infrastrukturen har nu stängts ned. Förutsättningarna för underhåll, förenklad drift och implementation av tillägg i produkten är därmed bättre, vilket minskar kostnaderna kraftigt.

**...och XMR står inför accelererande momentum:** Under 2023 etablerades en ny försäljningsstrategi vilket har lett till den starkaste kundtillströmningen hittills. Satsningen i USA ger samtidigt effekt – kundbasen har vuxit med 160% och många av de nya kunderna har en tydlig strategi för att öka användningen av produkten över tid, vilket minskar risken. Vi estimerar en ARR på över 40 mkr 2025 och med den lägre kostnadsbasen ser vi positivt EBITDA under slutet av 2024 samt för helåret 2025.

## Bolagsbeskrivning

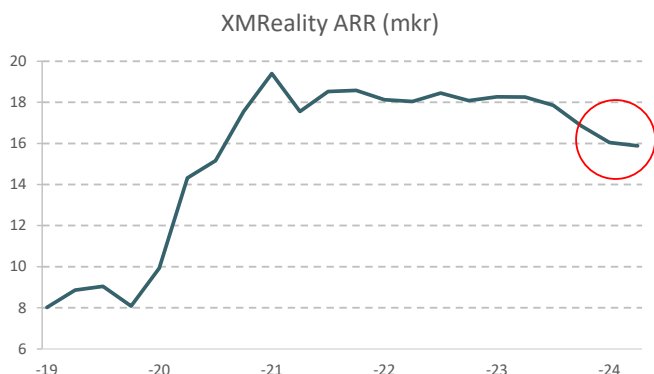
XMReality utvecklar och säljer lösningar för kunskapsöverföring via så kallad förstärkt verklighet – Augmented Reality (AR). Bolaget är marknadsledande inom vägledning på distans (Remote Guidance) där man via AR kan guida en person på en annan plats för att lösa problem eller hindra att de uppstår. Produkten används globalt i mer än 60 länder och bolaget har kunder som till exempel Nestlé, Electrolux, Sidel, Heineken, Saab och ABB.

## Värdering

Då XMR ännu inte har nått positivt resultat använder vi EV/S när vi värderar bolaget. Baserat på Rule of 40 (tillväxt + FCF-marginalen) för en jämförelsegrupp använder vi EV/S på 3x, vilket vi applicerar på 2025 års siffror för att fånga tillväxten. Vi nuvärdesberäknar sedan värdet med en WACC på 16%, och får därigenom den övre delen av vårt intervall. Vår känslighetsanalys ger oss den lägre delen av intervallet, vilket sätts till 0,12-0,17 kr per aktie. Vår DCF når ett värde på 0,26 kr per aktie.

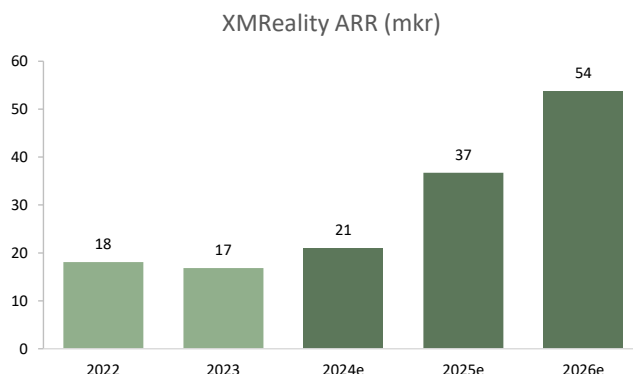
## Utvecklingen i diagram

Figur 1: ARR faller fortfarande men i lägre takt



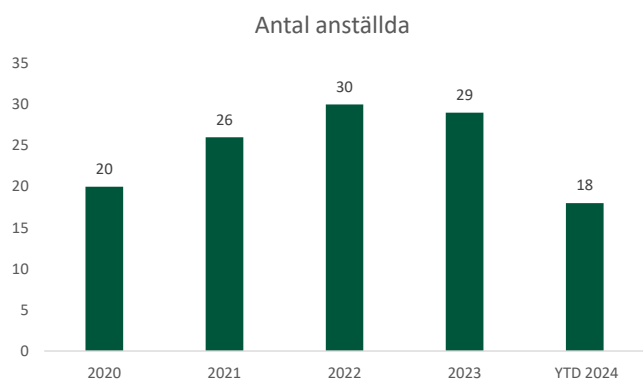
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 2: Vi väntar oss att ARR växer under 2024e-2025e



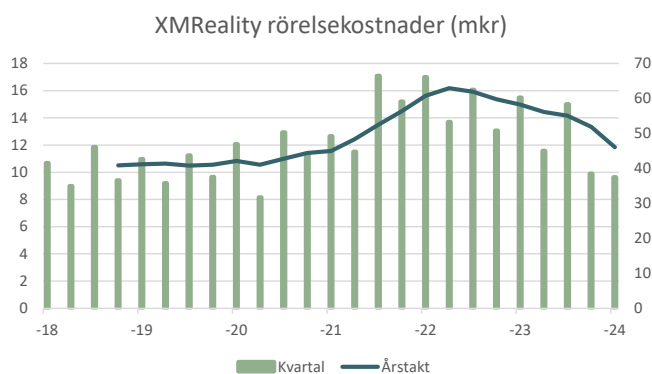
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 3: Antalet anställda har minskat betydligt...



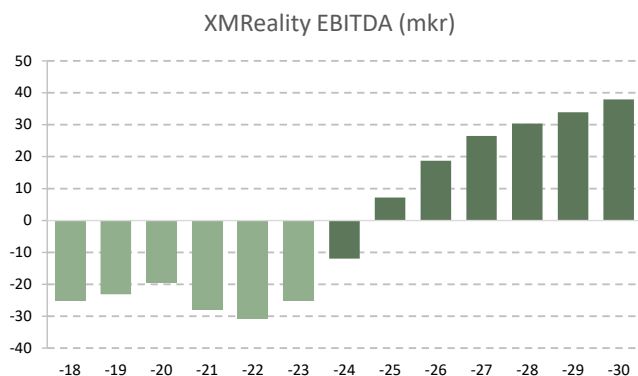
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 4: ...vilket gör att kostnadstrenden har fallit ytterligare under H1'24



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 5: Vi estimerar positiv EBITDA 2025



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Värdering

Figur 6: Multipelvärdningen ger oss ett värde på 0,17 kr per aktie

Sales 2025e	EV/S	EV	Nettoskuld	WACC	Antal aktier (m)	Värde per aktie
20 mkr	3.0	60 mkr	-27.4 mkr	16.0%	619	0.12 kr
<b>32 mkr</b>	<b>3.0</b>	<b>95 mkr</b>	<b>-27.4 mkr</b>	<b>16.0%</b>	<b>619</b>	<b>0.17 kr</b>
40 mkr	3.0	120 mkr	-27.4 mkr	16.0%	619	0.20 kr

Källa: Penser by Carnegie

Figur 7: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	66	Risikfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	68	Risikpremie	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	30%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>134</b>	Småbolagspremie	6.0%	Terminalvärdets andel av EV	51%
Nettoskuld, senast rapporterad	-27	Extra risk-premie	2.0%	Avskrivningar, % av omsättning	3.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>16.0%</b>	Capex, % av omsättning	3.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>161</b>			Rörelsekapital, % av omsättning	-37%
Antal utstående aktier, full utspädning	619			Skattesats	22%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>0.26</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Figur 8: DCF - känslighet

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%
14.0%	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34	0.26	0.29	0.32	0.34	0.37
15.0%	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.24	0.26	0.29	0.31	0.33
<b>WACC 16.0%</b>	0.25	0.25	0.26	0.27	0.27	0.22	0.24	0.26	0.28	0.30
17.0%	0.23	0.23	0.24	0.24	0.25	0.20	0.22	0.24	0.26	0.27
18.0%	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	10	12	21	22	19	20	19	32	49
Övriga rörelseintäkter	6	6	2	2	12	10	9	10	10
<b>Totala intäkter</b>	17	18	23	24	31	30	29	41	59
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-2
<b>Bruttoresultat</b>	14	16	21	23	30	29	28	40	57
Övriga rörelsekostnader	-39	-39	-41	-51	-61	-54	-40	-33	-38
<b>EBITDA</b>	-25	-23	-20	-28	-31	-25	-12	7	19
<b>EBITDA, justerad</b>	-25	-23	-20	-28	-31	-25	-12	7	19
Avskrivningar	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-6	-7	-7
<b>EBITA, justerad</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>EBIT</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>EBIT, justerad</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>Resultat före skatt</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>Nettoresultat</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
Omsättningstillväxt	Neg.	6%	31%	5%	28%	-4%	-4%	45%	43%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	23,0%
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,35	-0,03	0,00	0,02
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-29	-27	-25	-33	-37	-31	-18	0	11
Övriga kassaflödesposter	4	4	5	5	12	5	5	6	7
Förändringar i rörelsekapital	3	1	3	3	-17	21	-3	2	8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-23	-23	-17	-25	-42	-5	-16	9	26
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-5	-2	-2	-12	-10	-9	-9	-9
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-5	-5	-2	-2	-12	-10	-9	-9	-9
<b>Fritt kassaflöde</b>	-28	-28	-20	-27	-54	-15	-25	0	17
Nyemission / återköp	20	0	29	54	22	7	41	5	0
Förändring av skulder	-1	0	0	0	0	2	-2	-2	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	19	0	29	54	22	9	39	3	0
<b>Kassaflöde</b>	-8	-28	9	27	-31	-6	14	3	17
<b>Nettoskuld</b>	-36	-9	-18	-45	-8	1	-15	-19	-36

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	15	16	13	10	16	20	23	26	27
Materiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Kundfordringar	4	5	7	6	7	3	3	5	7
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	2	22	2	2	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	38	9	19	45	8	2	16	19	36
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>44</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>53</b>	<b>37</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>48</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>59</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>27</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>75</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	48	20	25	45	31	7	29	34	45
<b>Summa eget kapital</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>31</b>	<b>7</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>45</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	2	2	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	2	0	0	0
Leverantörsskulder	3	2	2	2	3	2	2	3	5
Övriga kortfristiga skulder	7	10	15	17	19	15	12	15	25
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>30</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>59</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>27</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>75</b>

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	6%	31%	5%	28%	-4%	-4%	45%	43%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	161%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	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.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,6%	37,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,6%	37,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	23,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	23,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,6%	22,5%

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	28%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	28%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	93%

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	31%	32%	26%	21%	10%	10%	11%	12%
Leverantörsskulder / KSV	92%	>100%	83%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	30%	39%	36%	35%	35%	34%	54%	73%
Rörelsekapital / totala intäkter	-24%	-27%	-31%	-43%	23%	-40%	-31%	-25%	-30%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,8x	0,9x	0,5x	1,0x	3,0x	0,9x	1,2x	1,3x

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-36	-9	-18	-45	-8	1	-15	-19	-36
Soliditet	80%	62%	60%	71%	59%	25%	65%	65%	60%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-0,3x	0,2x	-0,5x	-0,6x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-2,7x	-1,9x

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,35	-0,03	0,00	0,02
EPS, justerad	-1,92	-1,59	-0,80	-0,84	-0,90	-0,35	-0,03	0,00	0,02
FCF per aktie	-1,82	-1,62	-0,63	-0,69	-1,31	-0,16	-0,04	0,00	0,03
Eget kapital per aktie	2,75	1,18	0,80	1,14	0,60	0,07	0,05	0,06	0,07
Antal aktier vid årets slut, m	17,3	17,2	31,1	39,6	51,6	90,4	619	619	619
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,3	17,2	31,1	39,6	41,0	90,4	619	619	619

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

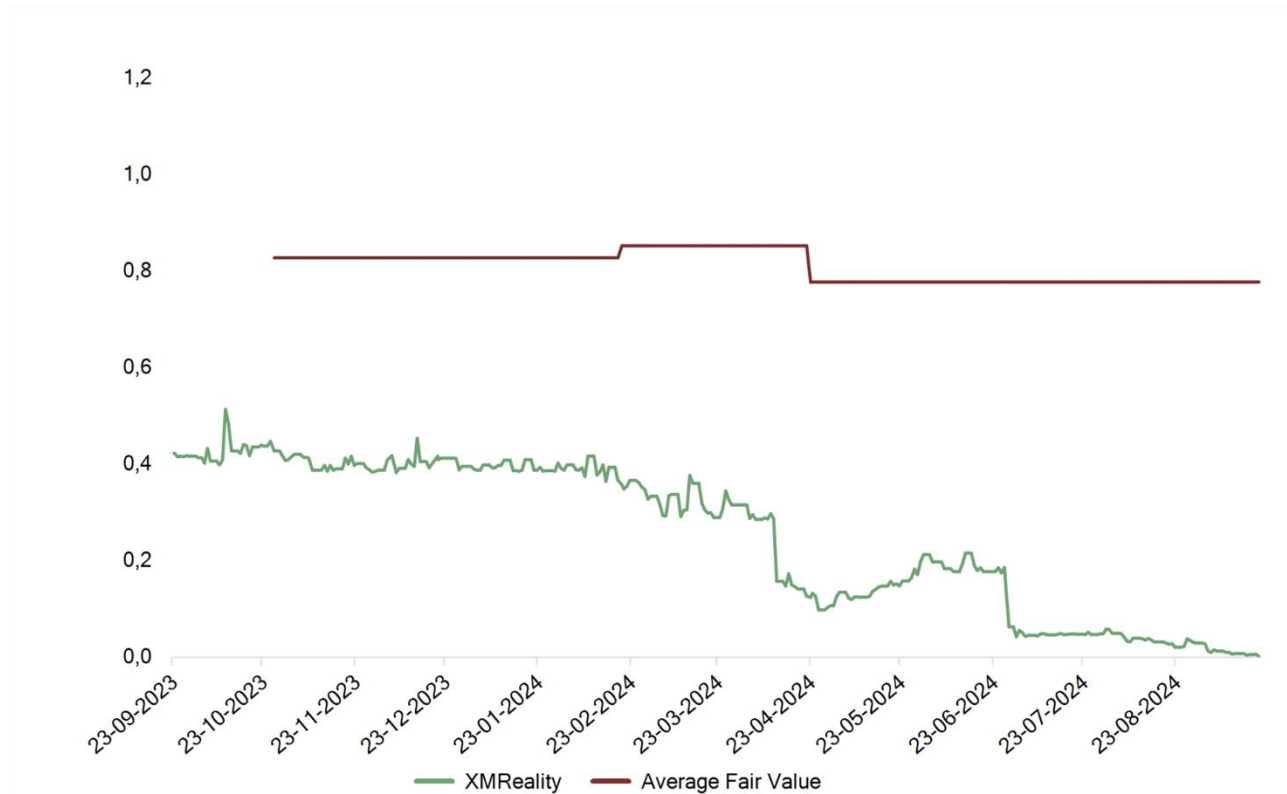
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	73,5x	1,3x
P/EK	2,2x	2,2x	8,8x	3,1x	1,1x	5,6x	0,5x	0,4x	0,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	114%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,9x	2,0x	8,7x	3,9x	0,8x	1,5x	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,1x	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,7x	Neg.	Neg.
EV	65	35	200	95	25	45	Neg.	Neg.	Neg.
Aktiekurs	5,9	2,5	7,0	3,5	0,64	0,42	0,02	0,02	0,02

Källa: XMReality, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### XMReality (XMR 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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