



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 29 March 2021

Björn Borg

Marknadsförddjupning

Djupdykning i marknadssegment

Vi har gjort en fördjupning i Björn Borgs marknader med fokus på tillväxtsegment och försäljningskanaler. Rapporten fokuserar även på utdelningskapacitet, finansiell position och potentialen att förstärka marginaler under kommande år.

In i 2021 med enklare jämförelsetal

Vi noterar att Björn Borgs försäljning i fysiska butiker minskade under 2020, samtidigt som onlinetillväxten i bolaget är stark. Försäljningen i båda kanalerna var starkare än industrin i Sverige 2020. Vi noterar vidare att Björn Borg möter enkla tillväxttal för den fysiska försäljningen under 2021, samtidigt som vi ser att Björn Borg är positionerade för att fortsätta växa online.

Framtida potential ger högre motiverat värde

Vår fördjupning lyfter fram den långsiktiga potentialen för bolaget att förstärka marginalerna. Tillsammans med en förstärkt balansräkning, och ett förstärkt varumärke, tycker vi att Björn Borg är positionerat för en uppvärdering. Vid en rabatt om 40 % mot sektorbolag med ett eget varumärke motiveras ett värde om 33 - 35 kr. Värderingen underbyggs av en DCF-modell. Vi ser medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	33.00 - 35.00	
EPS, just 21e	1.78	1.78	0.0%	Sales,m	705	730	774	813	Current price	21.45
EPS, just 22e	2.42	2.42	0.0%	Sales Growth	(6.8)%	3.5%	6.0%	5.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.72	2.72	0.0%	EBITDA, m	75	101	123	134	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	33.7	58.9	79.2	88.9		
Q1-report		2021-05-18	EPS, adj	0.75	1.78	2.42	2.72			
Bolagsfakta (mkr)				Equity/Share	11.6	11.8	12.8	14.0		
Antal aktier		25.1m	Dividend	1.50	1.50	1.50	1.50			
Market cap		539	EBIT Marginal	4.8%	8.1%	10.2%	10.9%			
Nettoskuld		86	ROE (%)	6.5%	15.0%	18.9%	19.5%			
EV		625	ROCE	8.0%	13.8%	20.3%	24.4%			
Free Float		90.00%	EV/Sales	0.89x	0.86x	0.81x	0.77x			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		29.0(k)	EV/EBITDA	8.4x	6.2x	5.1x	4.7x			
Reuters/Bloomberg		BORG.ST/BORG.SS	EV/EBIT	18.6x	10.6x	7.9x	7.0x			
			P/E, adj	28.6x	12.1x	8.9x	7.9x			
			P/Equity	1.9x	1.8x	1.7x	1.5x			
			Dividend yield	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%			
			FCF yield	24.7%	7.0%	17.7%	17.7%			
			Net Debt/EBITDA	1.7g	1.3g	0.6g	0.1g			

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Marknadsfördjupning

Investment Case

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader under första halvan av 2020. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra företag inom klädhandel. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Givet bolagets lägre lönsamhet samt regionala fokus på enbart norra Europa motiveras en rabatt mot andra varumärkesbolag, även om dagens rabatt är omotiverad hög.

Bolags profil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för drygt 62 % av varumärkesförsäljningen 2020. Produktområdet underkläder stod 2020 för majoriteten av försäljningen med 56 %, medan sportkläder stod för drygt 13 %. Egen e-handel och försäljning via externa onlinebutiker utgjorde 35 % av omsättningen under Q4'20.

Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De nya målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt och en soliditet som inte ska understiga 35 %.

Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats jämfört med bolag med samma sektorexponering och tillväxtförutsättningar. Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x på 2021e och 8x på 2022e, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan hos ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2021e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 26x för 2021e.

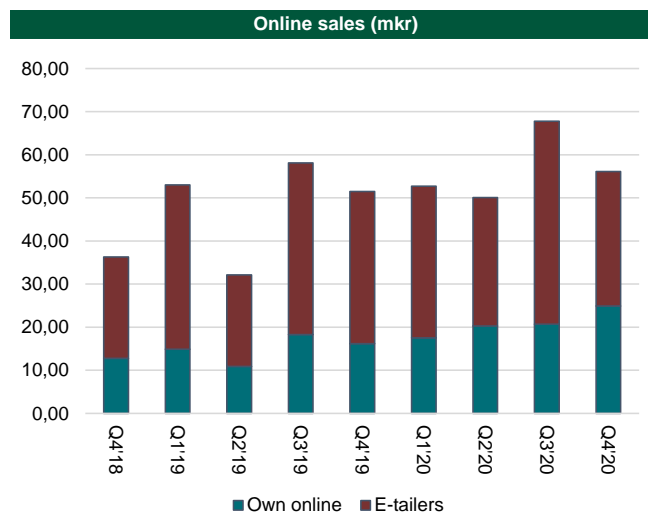
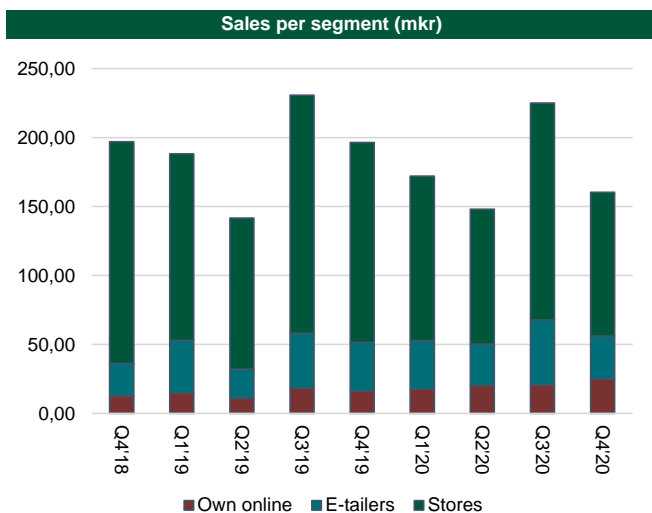
Vi bedömer att bolaget är positionerat för att fortsätta växa inom den onlinebaserade verksamheten. Vi noterar även att Björn Borg har ett starkt varumärke inom flera segment och vi bedömer att bolaget har potential att förbättra rabattnivån för produkterna. Sammantaget bedömer vi att Björn Borg förtjänar en högre målmultipel. En rabatt om 40 % mot sektorbolag med eget varumärke ger en multipel om strax under 16x EBIT. Vi ser ett motiverat värde om 33-35 kr (27-29kr) och ser medelhög risk. Värderingen underbyggs av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 34 kronor per aktie. DCF-modellen har tillämpat en WACC om 11 %, en tillväxt bortom prognosperioden om 1,5 %, samt en rörelsemarginal i linje med Björn Borgs målsättning om 10 %. Diskonteringsräntan är något nedjusterad från tidigare nivåer (13 %) och motiveras av att vi ser en lägre bolagsspecifik risk, vilket sänker riskpremien.

Motiverat värde

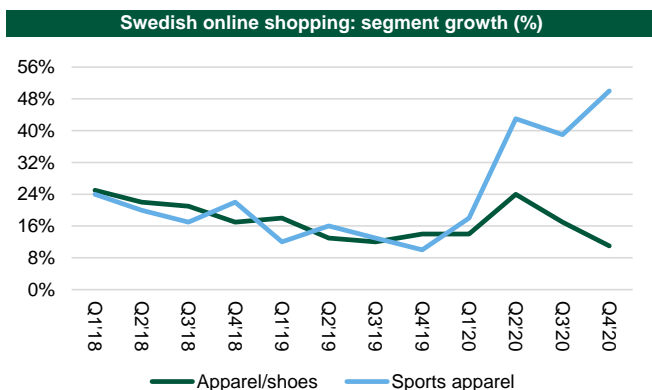
33 - 35 SEK

E-handel

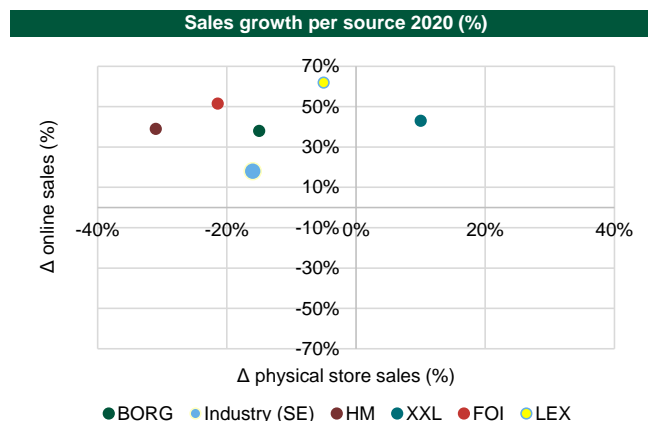
Björn Borg växer online. Björn Borgs onlinebaserade försäljning bedrivs via egna kanaler (bjornborg.com) samt via e-tailers vilket är e-handelsplattformar. Vi bedömer att viktiga e-tailers för bolaget är bland andra Boozt.com, Zalando, Bol.com, Asos.com och Footway.com. E-tailers är en grossistkanal och hemsidorna ansvarar därmed på egen hand för prissättning, leverans och retur. Björn Borg har lyckats växa försäljningen som kommer från egen online samt e-tailers till att utgöra 35 % under Q4'20. Tabellerna nedan återger utvecklingen av försäljning inom olika kanaler, och synliggör den tillväxt som bolaget upplevt i den totala onlinebaserade försäljningen under pandemin.



Marknaden växer online. 2020 har varit ett utmanande år med omfattande nedstängningar på flera marknader för globala aktörer inom klädhandel. För en stor andel av aktörerna har försäljningen kanaliserats till att bli mer onlinebaserad. Graferna nedan visar hur den onlinebaserade handeln i Sverige växt kvartalsvis för kategorierna kläder och skor samt specifikt träningskläder. Indikationerna är att onlinetillväxten för båda kategorier stärktes kraftigt under Q2, för att se en normalisering för kläder och skor samt fortsatt stegring för träningskläder under H2'20. Grafen nedan visar även tillväxt i onlineförsäljningen och den fysiska försäljningen för industrin i Sverige samt på koncernnivå under 2020 för utvalda listade bolag. Grafen målar en bild av att försäljningskanaler online växt starkt under 2020 samtidigt som butiksförsäljningen generellt backat.



Source: HUI, EPB est



Björn Borg redo för fortsatt tillväxt i onlinesegmentet

Även om tillväxten i onlinebaserade försäljningskanaler har stärkts kraftigt i sviterna av pandemin, har Björn Borg redan innan pandemin uppvisat stark tillväxt i den onlinebaserade verksamheten. Sedan lanseringen av den onlineinriktade kampanjen Online Attack har den egna onlinehandeln uppvisat kraftigt tillväxt med en CAGR för perioden 2013-2020 om 32 %. Kampanjen Online Attack inriktas på att stärka försäljningen inom e-tailers, egen onlinehandel och market places, som är marknadsplattformar hos externa aktörer som t.ex. Amazon. Amazon Marketplace medför t.ex. möjligheten för externa aktörer att sälja produkter som får spridning via Amazons plattform, samtidigt som lagerhållning och distribution hanteras av tredjeparten.

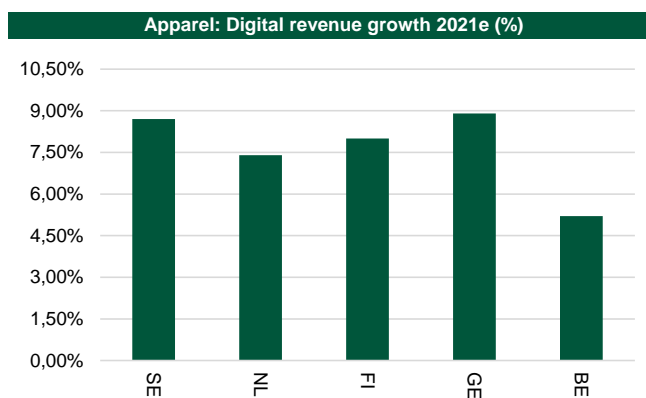
Vi bedömer att Björn Borg är positionerade för fortsatt tillväxt. Under 2021 kommer man att lansera en ny hemsida, och med det nya centraliserade lagret är man redo att hantera kundleveranser även under hög belastning. En central drivkraft för tillväxten online är marknadsföringen. Björn Borgs strategi för marknadsföring har utvecklats till att i större utsträckning omfatta sociala medier och influencerbaserad marknadsföring. Den sammanlagda effekten är större precision i marknadsföringskampanjerna, och ökade möjligheter att nå relevanta målgrupper med marknadsföringsinsatserna.

Goda kundomdömen underlättar tillväxt

Trustpilot är en dansk utvärderingstjänst med en plattform som låter konsumenter ge omdömen för webbplatser. Björn Borgs webbplats har ett genomsnittligt betyg om 4,3/5 vilket generar betyget utmärkt, vilket är i linje med t.ex. Boozt (4,6/5). HM, Asos och XXL har betyg under 4. Dessa betyg ger primärt en indikation på användarupplevelsen hos konsumenten.

Graferna nedan visar att klädhandel online bedöms fortsätta stiga under 2021. Flera kärnmarknader för Björn Borg förväntas ha en marknadstillväxt i den onlinebaserade klädförsäljningen som överskrider 7 %, enligt Statista. Sverige och Tyskland förväntas ha högst tillväxt, över 8 %. Nederländernas prognos är över 7,5 %. För att uppnå Björn Borgs tillväxtmål om 5 % på koncernnivå bedömer vi att onlinehandeln är viktig – i synnerhet i det korta perspektivet när många marknader fortfarande präglas av uppmaningar från staten att undvika t.ex. butiksbesök.

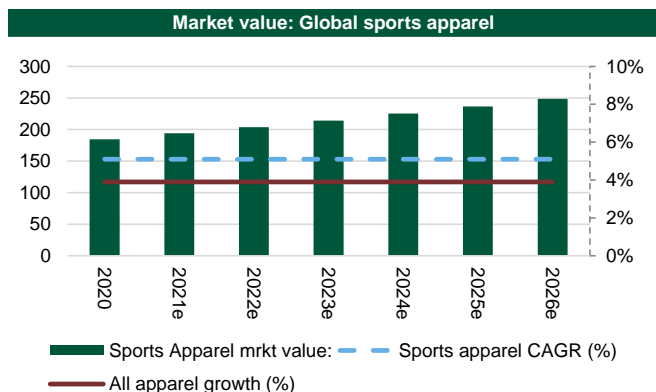
Web site ranking		
Company	Web site	Trustpilot score
Björn Borg	Bjornborg.com	4,3/5
Boozt	Boozt.com	4,6/5
Footway	Footway.se	4,3/5
HM	HM.se	2,5/5
Asos	Asos.com	3,7/5
XXL	XXL.se	2,4/5



Source: Statista

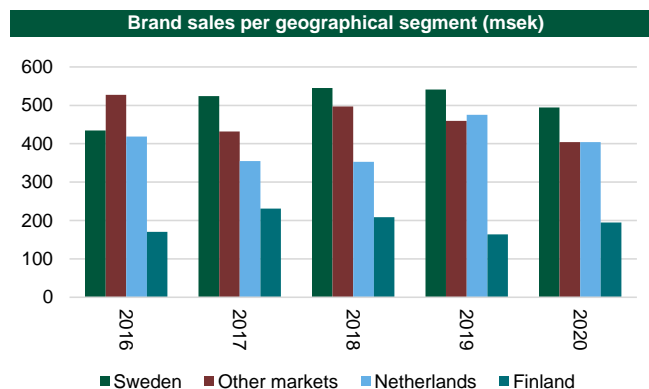
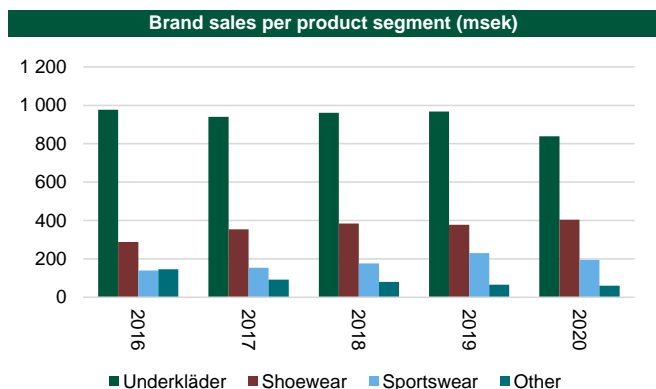
Sportkläder snabbväxande segment

Sportkläder fortsätter att vara ett globalt tillväxtsegment inom klädhandeln. Uppskattningsvis kommer onlinehandeln att växa med en CAGR högre än 5 % fram till och med 2026, vilket är högre än den förväntade tillväxten för klädhandeln i stort. Tematiskt drivs tillväxten av en ökad hälsomedvetenhet, samt en trend där träningskläder går mot att användas vid tillfällen utanför träningsaktiviteter.



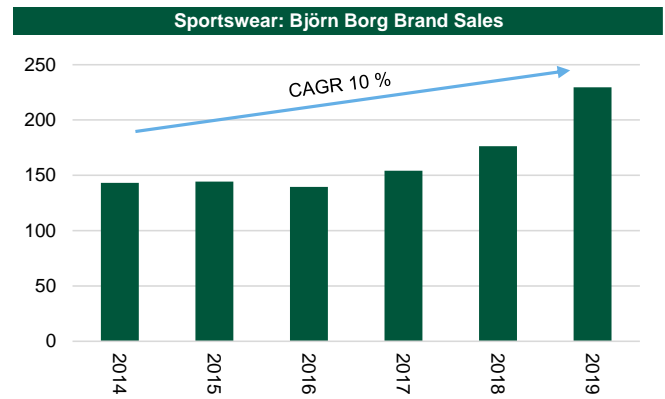
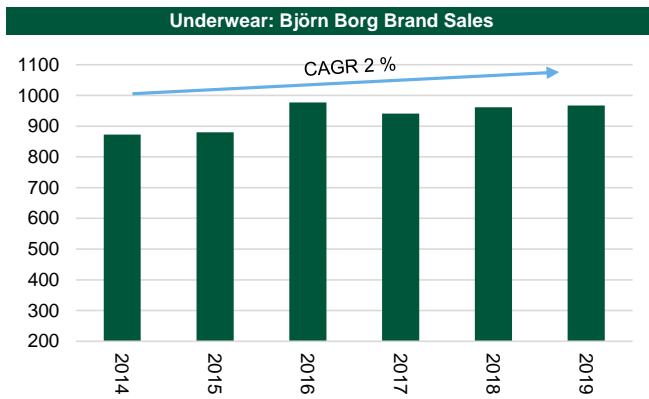
Source: Kantar

Nedan återges den historiska utvecklingen för försäljningen fördelat per geografiskt segment respektive produktsegment. Vi bedömer att marknaden för sportkläder kommer att fortsätta växa, och att Björn Borgs fokus mot träningskläder gör att man kan kapitalisera på den underliggande tillväxten.



Historiskt har sportkläder växt

Historiskt har Björn Borg haft en stark tillväxt inom segmentet för träningskläder med en CAGR om 10 % för perioden 2014-2019. Underkläderna är totalt sett det största segmentet och har en något lägre tillväxt men växte ändå med CAGR om 2 % 2014-2019.

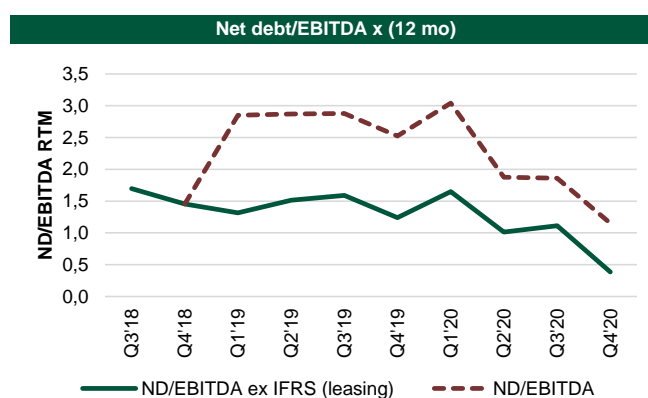
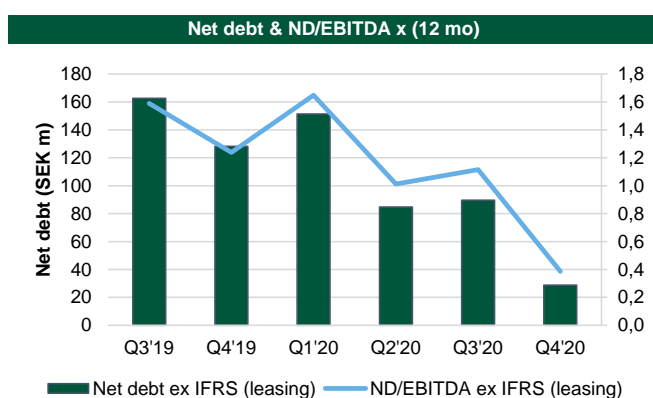


Finansiell position

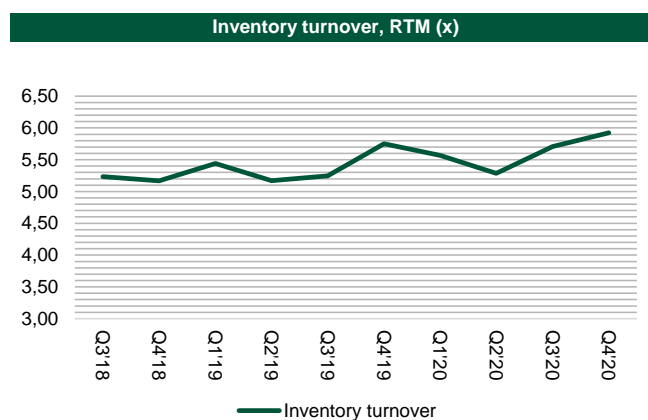
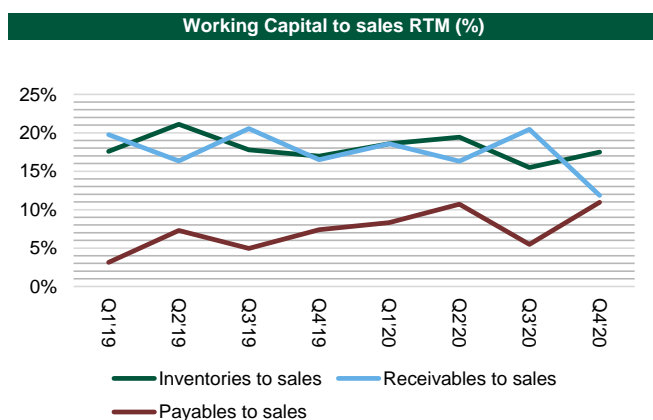
Förbättrade marginaler, förstärkt varumärke och starkare balansräkning

Förstärkt balansräkning

Under 2020 förbättrade Björn Borg sin finansiella ställning. Under Q1'20 hade Björn Borg en nettoskuld som motsvarade 1,5x tolv månaders EBITDA. Genom att minska skuldsättningen och stärka kassan har nettoskulden under 2020 minskat till motsvarande 0,2x tolv månaders EBITDA. Graferna nedan visar nettoskulden (inkl. och exkl. IFRS) och relationen nettoskuld/EBITDA.



Kassan förstärktes bland annat genom rörelsekapitalnivåerna, vilket återges i graferna nedan. För Q4'20 är rörelsekapitalet på historiskt låga nivåer, vilket är resultatet av bland annat ett aktivt arbete för att minska kundfordringarna. Vi bedömer förvisso att Björn Borg kommer att behöva utöka lagernivåerna och binda mer kapital framöver, men att rörelsekapital inte kommer att bindas i samma utsträckning som historiska nivåer. Sedan Q3'18 har lageromsättningshastigheten förstärkts, vilket återges i grafen nedan. Graferna nedan visar även rörelsekapital i relation till försäljning.

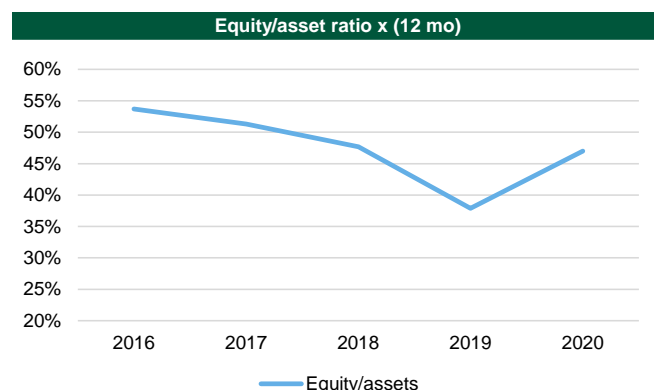
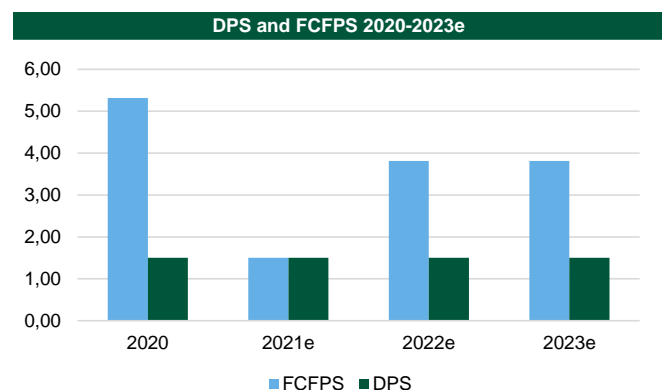
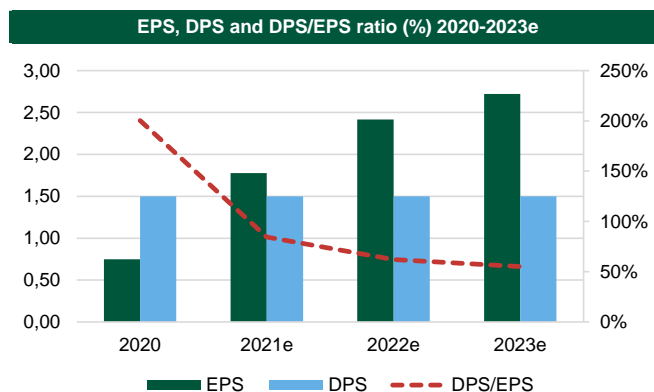
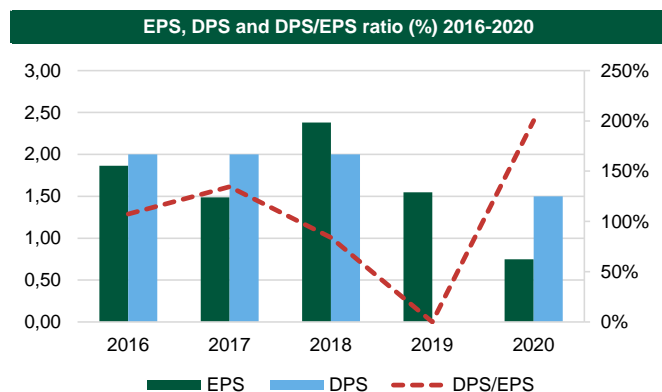


Förstärkt varumärke och höga ambitioner

Vi bedömer att Björn Borg bör ha en värdering som reflekterar varumärket. Björn Borg har starka positioner beträffande igenkänning av varumärket generellt. Björn Borg har även en ledande position bland underkläder för herrar, samt en position som sportvarumärke som förstärkts och där man befäst en mycket stark position i bl.a. Sverige. Vi noterar att bolaget har mycket ambitiösa mål gällande den genomsnittliga rabatteringen av konsumentförsäljningen, och bedömer att bolaget har som mål att kraftigt minska den genomsnittliga rabatten för försäljningen. Vi bedömer att detta delvis är ett resultat av en förstärkt position för företagets varumärke, eftersom ett starkt varumärke för ett bolag som Björn Borg medför en förstärkt prissättningsförmåga.

Återinför utdelning

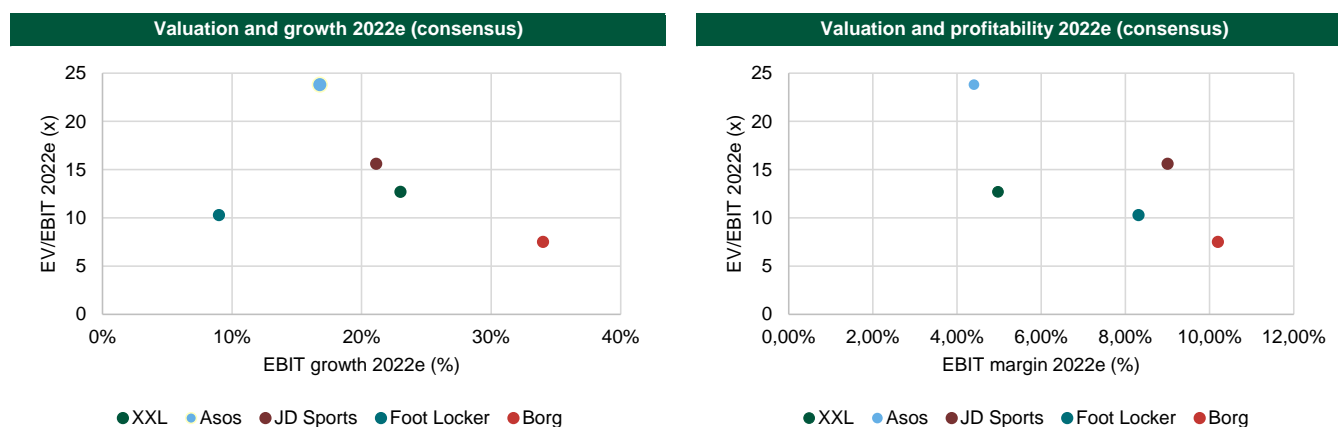
Björn Borg återintroducerade utdelning i samband med Q4-rapporten. För 2020 föreslås en utdelning om 1,50 kr per aktie. Från att ha inte delat ut något för 2019 är detta därmed en återgång, om än inte till historiska nivåer. För 2016-2018 delade bolaget ut 2 kr per aktie. Graferna nedan återger vinst per aktie, utdelning samt ration. För 2020 överskrider utdelningen EPS, men motiveras av mycket starka kassaflöden. Vi bedömer att kassaflöden kan vara fortsatt starka mot bakgrund av förstärkta marginaler. Vi bedömer att Björn Borg kan upprätthålla utdelningsnivån om 1,50 kr per aktie under prognosperioden, vilket återspeglas i graferna nedan. Graferna nedan återger även soliditeten. Bolagets målsättning är att soliditeten inte ska underskrida 35 %.



Värdering

Fortsatt rabatt mot sektorbolag

Vi noterar att Björn Borg fortsatt har en stor rabatt mot sektorbolag. Graferna nedan återger tillväxt- och marginalestimat för Björn Borg (EPB) samt tillväxt- och marginalestimat för utvalda bolag inom klädhandel (konsensusestimater). Med god kostnadskontroll och en övergång till mer onlinebaserad handel, har Björn Borg starkare marginaler och högre lönsamhetstillväxt än de andra bolagen. Samtidigt handlas bolaget till en lägre framåtblickande multipel. Jämförelsebolagen har annorlunda storlek och marknadsexponering, men även jämfört med en större grupp jämförelsebolag handlas Björn Borg till attraktiva multiplar i vår mening. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2021e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 26x för 2021e. En rabatt om 40 % mot sektorkollegor med ett varumärke (inkluderande te.x Nike, Adidas, Lululemon, Under Armour) motiverar en multipel strax under 16x EBIT. Denna målmultipel ger ett motiverat värde om 33 - 35 kr per aktie. Vi noterar att Björn Borg utgör ett potentiellt förvärvsobjekt för bolag som vill förstärka en varumärkesportfölj. En förvärvstransaktion skulle enligt vår bedömning behöva ske till en multipel omkring vår målmultipel om 16x.



Långsiktiga värden

Vi anser att det finns utrymme att förstärka lönsamheten bortom prognosperioden. Givet en gynnsam utveckling i försäljningskanalsmixen och en fortsatt god kostnadskontroll ser vi potential att långsiktigt stärka marginalerna till nivåer över den egna ambitionen om 10 %. Om man uppnår 11 % 2025, samtidigt som man fortsätter växa onlineaffären och fortsätter stärka varumärket, bedömer vi att man kan reducera värderingsgapet mot sektorkollegorna. Givet en tillväxt bortom prognosperioden i linje med de egna målen och en rörelsemarginal om 11 %, kan rörelseresultatet vara 100 mkr 2025. Lyckas man utöver det minska multipelrabatten finns det en betydande uppsida från dagens nivåer. En diskontering till 10 % för perioden samt vår målmultipel genererar en hypotetisk kurs om 37 kr.

Income statement

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net sales	696	710	757	705	730	774	813
Other operating income	8	7	22	29	24	24	24
Cost of goods sold	-320	-303	-351	-335	-329	-329	-341
Gross profit	376	407	406	370	401	445	471
Selling and administrative expenses	-319	-334	-320	-324	-323	-346	-361
Other operating costs							
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	101,3	122,9	133,8
Depreciation/amortisation	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-42,4	-43,7	-45,0
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	58,9	79,2	88,9
Extraordinary Items							
Adjusted EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	58,9	79,2	88,9
Net financial items	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	-2,7	-2,7	-2,7
Profit before tax (EBT)	51,4	74,0	48,7	17,6	56,2	76,5	86,1
Income tax	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-11,5	-15,7	-17,7
Minority Interest							
Net Income	37,4	59,9	38,9	18,8	44,7	60,8	68,5
Net Income (Adjusted)	37,4	59,9	38,9	18,8	44,7	60,8	68,5

Cash Flow Statement

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	65	80	109	75	101	123	134
Changes in working capital	-8	-54	21	89	-44	-4	-13
Other items	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow from operating activities	57	20	113	143	43	101	101
Net financial expenses	-2	-3	-3	-16	-3	-3	-3
Income taxes paid	-3	-1	-10	1	-12	-16	-18
Investments	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
Free Cash Flow	73	4	100	134	38	96	96
Dividends	-50	-50	-50	0	-38	-38	-38
Right issue/Share buyback	0	0	0	0	0	0	0
Acquisitions	28	-2	-9	-5	0	0	0
Debt financing and other adjustments	-13	-14	-4	-3	0	0	0
Cash Flow	7	-21	-8	43	0	58	58
Adjustments for non-cash items	0	0	0	0	0	0	0
Net debt (Adjusted)	90	114	262	128	128	70	12

Balance sheet

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Assets							
Goodwill	36	35	35	34	34	34	34
Other Intangible assets	193	197	329	198	190	146	101
Tangible fixed assets	15	15	18	17	22	27	32
Other fixed assets	23	23	15	16	16	16	16
Total fixed assets	266	271	397	265	261	223	183
Inventory	110	140	128	123	131	139	146
Accounts receivable	91	130	125	84	110	116	122
Other current assets	21	14	20	77	43	43	43
Cash and cash equivalents	53	36	29	70	70	129	187
Total current assets	274	320	302	355	354	427	498
Total assets	541	591	699	619	616	650	681
Equity and liabilities							
Equity	277	288	265	291	298	321	352
Minority Interest	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total equity	277	282	265	291	298	321	352
Non-current liabilities	125	150	150	99	99	99	99
Provisions for pensions	0	0	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities							
Other non-current liabilities	66	47	137	75	75	75	75
Total non-current liabilities	191	197	287	174	174	174	174
Current liabilities	0	0	7	0	0	0	0
Accounts payable	20	38	56	77	67	78	78
Tax liability	0	0	0	0	0	0	0
Other current liabilities	52,0	74,8	84,7	76,8	76,8	76,8	76,8
Total current liabilities	72	112	148	154	144	155	155
Total equity and liabilities	541	585	699	619	616	650	681

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se