



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 24 May 2021

# Sivers Semiconductors

## Sivers Q1

### Svagt resultat

Sivers omsättning för Q1 blev 13,8 mkr (22,8) och EBIT -25,8 (-18,5). Omsättningen och resultatet var sämre än våra estimat. Omsättningen är dock slagig mellan kvartal och bolaget räknar med att en stor del av den lägre omsättningen i Q1 förklaras av att den istället bör inträffa under Q2. Vi förväntar oss fortfarande en betydande tillväxt under 2021.

### Fortune 100-kunderna

Sivers har idag två Fortune 100-kunder som är i utvärderingsstadiet. Sivers är fortsatt positiva kring framtidsutsikterna för den första kunden och vi räknar med ett positivt utfall under 2021. Gällande den andra kunden ser det allt mindre troligt ut med massproduktion ju längre tiden går utan uppföljningsorder. Det är i enlighet med våra tidigare estimat och vi ser positivt på Photonics utveckling.

### Behåller motiverat värde

Vi sänker våra estimat för 2021 något till följd av det svaga Q1. Vi lämnar dock vår värdering intakt, eftersom vi bedömer att kassaflödena 2021 utgör en väldigt liten del av Sivers bolagsvärde. Vårt motiverade värde är 40-42 kr och aktien handlas till 21,5 kr. Vi ser en betydande uppsida till vårt motiverade värde, men risken är hög.

| Estimatändring (SEK) |       |       |      | Prognos (SEK)   |         |         |        | Risk och Avkastning |               |          |
|----------------------|-------|-------|------|-----------------|---------|---------|--------|---------------------|---------------|----------|
|                      | Nu    | Förr  |      | 20e             | 21e     | 22e     | 23e    | Motiverat värde     | 40.00 - 42.00 |          |
| EPS, just 21e        | -0.42 | -0.42 | 0.0% | Sales,m         | 96      | 177     | 486    | 1,075               | Current price | SEK21.72 |
| EPS, just 22e        | 0.2   | 0.2   | 0.0% | Sales Growth    | (0.2)%  | 84.5%   | 174.1% | 121.2%              | Riskenivå     | High     |
| EPS, just 23e        | 1.29  | 1.29  | 0.0% | EBITDA, m       | (55.4)  | (48.7)  | 74     | 292                 |               |          |
|                      |       |       |      | EBIT, m         | (85.4)  | (81.8)  | 40.3   | 255.8               |               |          |
|                      |       |       |      | EPS, adj        | (0.29)  | (0.42)  | 0.20   | 1.29                |               |          |
|                      |       |       |      | EPS Growth      | 39.2%   | (43.4)% | 146.8% | 553.4%              |               |          |
|                      |       |       |      | Equity/Share    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0                 |               |          |
|                      |       |       |      | Dividend        | 0.00    | 0.00    | 0.15   | 0.30                |               |          |
|                      |       |       |      | EBIT Marginal   | (59.9)% | (36.2)% | 8.0%   | 23.4%               |               |          |
|                      |       |       |      | ROE (%)         | (47.7)% | (17.3)% | 4.2%   | 33.0%               |               |          |
|                      |       |       |      | ROCE            | (23.9)% | (24.9)% | 14.2%  | 76.6%               |               |          |
|                      |       |       |      | EV/Sales        | 33.40x  | 18.10x  | 6.60x  | 2.99x               |               |          |
|                      |       |       |      | EV/EBITDA       | (57.9)x | (65.9)x | 43.3x  | 11.0x               |               |          |
|                      |       |       |      | EV/EBIT         | (37.6)x | (39.2)x | 79.7x  | 12.5x               |               |          |
|                      |       |       |      | P/E, adj        | (74.0)x | (51.6)x | 110.4x | 16.9x               |               |          |
|                      |       |       |      | P/Equity        | --x     | --x     | --x    | --x                 |               |          |
|                      |       |       |      | Dividend yield  | 0.0%    | 0.0%    | 0.5%   | 0.9%                |               |          |
|                      |       |       |      | FCF yield       | (2.0)%  | (0.6)%  | 0.3%   | 2.4%                |               |          |
|                      |       |       |      | Net Debt/EBITDA | 3.3g    | 2.8g    | (2.5)g | (1.0)g              |               |          |

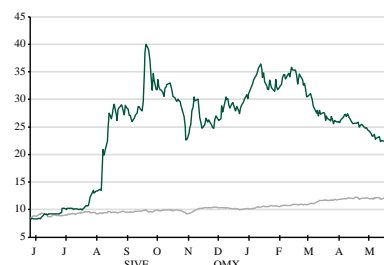
### Kommande händelser

2021-08-21 Q2

### Bolagsfakta (mkr)

|                              |                 |
|------------------------------|-----------------|
| Antal aktier                 | 154.4m          |
| Market cap                   | 3,355           |
| Nettoskuld                   | (145)           |
| EV                           | 3,210           |
| Avg. No. of Daily Traded Sh. | 723.9(k)        |
| Reuters/Bloomberg            | SIVE.ST/SIVE:SS |

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

magnus.skog@penser.se



# Sammanfattning

## Sivers Q1

### Investment Case

*Sivers Semiconductors omfattar två affärsområden inom kommunikation: Wireless och Photonics. Både Wireless och Photonics har lyckats karva ut varsin nisch inom vilken konkurrensen är begränsad. Wireless har flera konkurrenter som tillverkar chip, men få som är verksamma inom millimetervåg och högfrekvens. Photonics är ett av få bolag som har tillverkning av optiska komponenter separat, snarare än totallösningar.*

### Stark position i attraktiva nischer

Båda affärsområdena har starka positioner inom områden som kommer att ha stark tillväxt kommande år. För att bygga ut mobila nätverk för 5G kommer millimetervåg i kombination med Fixed Wireless Access (FWA) att växa starkt och Sivers är idag den enda aktör som kan erbjuda full bandbredd i millimetervåg med sina chipset. Denna konkurrens fördel visas av de stora order Sivers fått under 2020 inom FWA-marknaden. Inom Photonics har Sivers två Fortune 100-kunder med vilka de driver utvecklingsprojekt. Kunderna befinner sig i olika faser i utvecklingen men den kund som kom in först har gått igenom de för Sivers mest kritiska utvecklingsfaserna. Utfallet i projektet är oklart men vi prognostiserar intäkter kring 1 mdr årligen från denna enda kund, ifall utvärderingen leder till order. Vi bedömer att beslutet bör tas under 2021.

### 24 design wins

För att få ut sina produkter på marknaden har Sivers arbetat upp ett nätverk av kunder, samarbetspartners och återförsäljare. I takt med att nätverket växer och aktörerna jobbat längre med Sivers produkter är det lättare att generera nyförsäljning. De senaste åren har detta resulterat i stora kunder eller stora ordrar inom båda affärsområdena, men även i att nya applikationsområden och nya kunder dyker upp inom vitt skilda områden. Bolaget har idag 24 design wins som kan leda till order. Vi bedömer att chansen för att omvandla design wins till order är ca 20 % och storleken på orderarna kommer variera kraftigt. Vi ser 2021 som ett år då vissa design wins kommer omvandlas till ordrar, samt även att flera nya design wins kommer erhållas.

### Värdering

Vårt motiverade värde är 40–42 kr per aktie. Eftersom Sivers har flera projekt som börjar generera större intäkter längre fram i tiden utgår vi i vår värdering från hur bolaget ser ut om några år. Vi baserar därför värderingen på 2025. Vår prognos bygger på de ordrar Sivers kommunicerat ett ordervärde för, en skattning av intäkter från befintliga kundprojekt samt ett antagande om intäkter från nya kunder under prognosperioden.

En värdering i linje med liknande bolag om 6x sales och 2 mdr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde, ger ett värde om 40–42 kr för aktien. Att ha i beaktande är dock att Sivers är en unik tillgång. Sivers är ett litet, högteknologiskt bolag med starka marknadspositioner och bevisad försäljning inom globala tillväxtområden.

Inom Photonics lade Lumentum Holdings den 19 januari i år ett bud på Coherent Inc för motsvarande USD 5,7 mdr. Coherent har svag tillväxt och låg EBIT-marginal och var innan budet kom värderat kring motsvarande 2,6x sales på 2021. Budet motsvarar 4,7x sales vilket innebär en kraftig budpremie. Inom halvledarbranschen lade den 8 februari i år japanska Renesas Electronic ett bud på Dialog Semiconductors om EUR 4,7 mdr och budnivån innebär att Renesas betalar cirka 4x sales för Dialog. Dialog Semiconductors har en EBIT-marginal kring 20 % men har de senaste fyra kvartalen visat negativ försäljningstillväxt.

## Q1

Sivers framhåller återigen att de inte påverkas, i någon betydande omfattning, av den globala halvledarbristen. Chippen med utbudsunderskott är framförallt relaterade till bilindustrin, medan Sivers använder sig av en annan typ av chip. Däremot kan chipbrist hos Sivers slutkund leda till färre ordrar av Sivers produkter. Det har vi tagit höjd för i estimatet, men konstaterar samtidigt att större delen av bolagsvärdet ligger i framtida leveranser, när den globala chipbristen bör vara hanterad.

Konkurrenten Acacia Communications förvärvades av Cisco under Q1 till en EV/Sales-multipel om drygt 8. Vår värderingsmodell bygger på att Sivers ska värderas till 6x EV/Sales 2025 och förvärvet av Acacia stärker vår tro att 6x sales inte är en ansträngd multipel. En betydande del av bolagsvärdet bygger på att Sivers kommer sluta ett avtal med Fortune 100-kunden under 2021. Vi tror att de lyckas, men osäkerheten är givetvis betydande.

Utvecklingen under året hittills har varit något svagare än våra estimat och pandemin fortsätter ha en negativ påverkan på Sivers slutkunder. Det tillsammans med den låga omsättningen i Q1 innebär att vi ändrar våra estimat för innevarande år enligt nedan. Vi sänker dock även våra estimat för kostnaderna något, vilket innebär att EBIT inte påverkas fullt lika mycket av ändringarna som omsättningen. Från 2022 och framåt lämnar vi estimatet intakta.

### Estimatförändringar

| <b>Nya estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning         | 177          | 486          | 1075         |
| Tillväxt           | 84%          | 174%         | 121%         |
| EBIT               | -82          | 40           | 256          |
| Rörelsemarginal    | -36,22%      | 8,03%        | 23,41%       |
| EPS                | -0,42        | 0,20         | 1,29         |

| <b>Tidigare estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning              | 240          | 486          | 1075         |
| Tillväxt                | 150%         | 103%         | 121%         |
| EBIT                    | -64,7        | 40           | 256          |
| Rörelsemarginal         | -22,90%      | 8,03%        | 23,41%       |
| EPS                     | -0,29        | 0,20         | 1,29         |

| <b>Förändring i %</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning            | -26%         | 0%           | 0%           |
| EBIT                  | -26%         | 0%           | 0%           |
| EPS                   | -45%         | 0%           | 0%           |

## Resultaträkning

### Resultaträkning

|                                    | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020        | 2021E      | 2022E      | 2023E        | 2024E        |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning</b>             | <b>18</b>  | <b>66</b>  | <b>72</b>  | <b>96</b>  | <b>96</b>   | <b>177</b> | <b>486</b> | <b>1 075</b> | <b>1 655</b> |
| Övriga intäkter                    | 6          | 13         | 17         | 10         | 9           | 13         | 16         | 18           | 26           |
| Aktiverat arbete för egen räkning  | 11         | 17         | 49         | 43         | 37          | 36         | 0          | 0            | 0            |
| Kostnad sålda varor                | -5         | -27        | -45        | -40        | -26         | -80        | -228       | -538         | -828         |
| <b>Bruttovinst</b>                 | <b>30</b>  | <b>69</b>  | <b>93</b>  | <b>110</b> | <b>116</b>  | <b>146</b> | <b>274</b> | <b>555</b>   | <b>853</b>   |
| Övriga rörelsekostnader            | -50        | -89        | -145       | -158       | -172        | -195       | -200       | -263         | -366         |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>-20</b> | <b>-20</b> | <b>-53</b> | <b>-48</b> | <b>-55</b>  | <b>-49</b> | <b>74</b>  | <b>292</b>   | <b>487</b>   |
| Avskrivningar                      | -6         | -32        | -17        | -30        | -30         | -33        | -34        | -36          | -44          |
| Goodwillnedskrivningar             | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>EBIT</b>                        | <b>-26</b> | <b>-51</b> | <b>-70</b> | <b>-78</b> | <b>-85</b>  | <b>-82</b> | <b>40</b>  | <b>256</b>   | <b>443</b>   |
| Finansiella intäkter               | 0          | 1          | 0          | 0          | 7           | 2          | 2          | 2            | 3            |
| Finansiella kostnader              | 0          | -1         | -10        | -9         | -123        | -3         | -3         | -3           | -3           |
| <b>Resultat före skatt</b>         | <b>-26</b> | <b>-52</b> | <b>-80</b> | <b>-87</b> | <b>-201</b> | <b>-83</b> | <b>39</b>  | <b>255</b>   | <b>443</b>   |
| Skatter                            | 0          | 6          | 8          | 11         | 6           | 0          | -20        | -62          | -97          |
| Minoritetsintressen                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>Nettoresultat (rapporterat)</b> | <b>-26</b> | <b>-46</b> | <b>-72</b> | <b>-76</b> | <b>-196</b> | <b>-83</b> | <b>19</b>  | <b>193</b>   | <b>346</b>   |

## Kassaflöde

|   | 2016       | 2017       | 2018       | 2019        | 2020        | 2021E       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|---|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Kassaflödesanalys</b>                              |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Resultat  | -26        | -51        | -70        | -78         | -86         | -82         | 40          | 256         | 443         |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     | 7          | 31         | 32         | 36          | 63          | 33          | 34          | 36          | 44          |
| Förändringar i rörelsekapital                         | -5         | -10        | 8          | -8          | -40         | 43          | 3           | -41         | 0           |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>-24</b> | <b>-30</b> | <b>-30</b> | <b>-50</b>  | <b>-63</b>  | <b>-6</b>   | <b>77</b>   | <b>251</b>  | <b>487</b>  |
| Investeringar   | -18        | -33        | -65        | -52         | -40         | -23         | -41         | -70         | -102        |
| Avyttringar   | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>-42</b> | <b>-64</b> | <b>-95</b> | <b>-102</b> | <b>-103</b> | <b>-29</b>  | <b>36</b>   | <b>181</b>  | <b>384</b>  |
| Utdelningar   | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | -23         | -46         | -77         |
| Nyemission / återköp                                  | 9          | 74         | 64         | 85          | 268         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Förvärv   | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Lånefinansiering och övriga justeringar               | -3         | 33         | 4          | 19          | 12          | 20          | 0           | 0           | 0           |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>-36</b> | <b>43</b>  | <b>-27</b> | <b>2</b>    | <b>177</b>  | <b>-9</b>   | <b>13</b>   | <b>135</b>  | <b>307</b>  |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel                 | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>-18</b> | <b>56</b>  | <b>11</b>  | <b>19</b>   | <b>-183</b> | <b>-138</b> | <b>-187</b> | <b>-305</b> | <b>-542</b> |

## Balansräkning

| Balansräkning                         | 2016      | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021E      | 2022E      | 2023E        | 2024E        |
|---------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                     |           |            |            |            |            |            |            |              |              |
| Goodwill                              | 3         | 138        | 135        | 135        | 135        | 135        | 135        | 135          | 135          |
| Övriga immateriella tillgångar        | 27        | 63         | 104        | 132        | 148        | 146        | 144        | 155          | 179          |
| Materiella anläggningstillgångar      | 2         | 29         | 45         | 58         | 61         | 53         | 62         | 85           | 120          |
| Räntebärande anläggningstillgångar    | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Innehav i intresseföretag och andelar | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Övriga anläggningstillgångar          | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>    | <b>32</b> | <b>229</b> | <b>283</b> | <b>324</b> | <b>344</b> | <b>334</b> | <b>341</b> | <b>374</b>   | <b>433</b>   |
| Varulager                             | 5         | 16         | 14         | 10         | 15         | 29         | 55         | 89           | 128          |
| Kundfordringar                        | 6         | 23         | 22         | 19         | 20         | 38         | 82         | 149          | 171          |
| Övriga omsättningstillgångar          | 6         | 18         | 17         | 19         | 20         | 35         | 82         | 149          | 214          |
| Likvida medel                         | 19        | 62         | 42         | 52         | 250        | 224        | 273        | 391          | 628          |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>    | <b>35</b> | <b>119</b> | <b>96</b>  | <b>100</b> | <b>304</b> | <b>326</b> | <b>491</b> | <b>777</b>   | <b>1 140</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>               | <b>67</b> | <b>348</b> | <b>380</b> | <b>424</b> | <b>647</b> | <b>660</b> | <b>832</b> | <b>1 152</b> | <b>1 573</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>       |           |            |            |            |            |            |            |              |              |
| Eget kapital                          | 56        | 197        | 274        | 289        | 532        | 434        | 486        | 679          | 974          |
| Minoritetsintressen                   | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>Summa eget kapital</b>             | <b>56</b> | <b>197</b> | <b>274</b> | <b>289</b> | <b>532</b> | <b>434</b> | <b>486</b> | <b>679</b>   | <b>974</b>   |
| Långfristiga finansiella skulder      | 1         | 118        | 41         | 16         | 39         | 39         | 39         | 39           | 39           |
| Pensionsavsättningar                  | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Uppskjutna skatteskulder              | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Övriga långfristiga skulder           | 0         | 0          | 10         | 12         | 23         | 43         | 43         | 43           | 43           |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>     | <b>1</b>  | <b>119</b> | <b>51</b>  | <b>28</b>  | <b>62</b>  | <b>82</b>  | <b>82</b>  | <b>82</b>    | <b>82</b>    |
| Kortfristiga finansiella skulder      | 0         | 0          | 0          | 40         | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Leverantörsskulder                    | 3         | 12         | 21         | 14         | 14         | 23         | 55         | 119          | 128          |
| Skatteskulder                         | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Övriga kortfristiga skulder           | 8         | 21         | 34         | 54         | 39         | 121        | 209        | 271          | 388          |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>     | <b>11</b> | <b>33</b>  | <b>55</b>  | <b>107</b> | <b>53</b>  | <b>144</b> | <b>263</b> | <b>390</b>   | <b>517</b>   |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b> | <b>67</b> | <b>348</b> | <b>380</b> | <b>424</b> | <b>647</b> | <b>660</b> | <b>832</b> | <b>1 152</b> | <b>1 573</b> |

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 fondhandlarförningens 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](http://www.penser.se)