



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sweden | 22 July 2021

Rottneros

Starkt resultat i spåren av stigande priser

Högre priser börjar få genomslag i resultatet

Rottneros rapporterade EBIT om 97 mkr i Q2'21, att jämföra med 2 mkr i Q2'20 och 11 mkr i Q1'21. Den starka utvecklingen drivs huvudsakligen av att de stigande massapriserna börjar slå igenom resultatmässigt, vilket är något som kommer att ge ytterligare effekt i kommande kvartal. Rottneros producerade ca 109 kton, upp 12% jämfört med ett Q2'20 påverkat av underhållsstopp.

Goda utsikter

Vi räknar med fortsatt resultatförstärkningar under H2'21 för Rottneros. Bolaget har även ingått ett nytt låneavtal som sänker finansieringskostnaderna framöver. Tillgången till vedråvara är god med stabila priser som följd och ett högt kapacitetsutnyttjande i branschen i kombination med en stabil efterfrågan innebär att produktion av marknads massa bör vara en god affär framöver.

Potential i värderingen

Vi har justerat ned prognoserna något efter Q2'21-rapporten, men ser likväl en uppsida värderingsmässigt, med ett motiverat värde i intervallet 13-14 kr per aktie (14-15). Den främsta drivkraften för en kommande uppvärdering kommer att vara en stark lönsamhetsutveckling i spåren av de starka massapriserna. Vår bedömning grundar sig på riskvägda vinstmultiplar.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	13.00 - 14.00	
EPS, just 21e	2.39	3.34	-28.3%	Sales,m	2,093	2,553	2,796	2,488	Current price	SEK10.24
EPS, just 22e	3.85	4.71	-18.1%	Sales Growth	(11.9)%	22.0%	9.5%	(11.0)%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.18	2.33	-6.4%	EBITDA, m	77	599	868	550		
				EBIT, m	(42.0)	480.2	745.0	423.2		
				EPS, adj	(0.33)	2.39	3.85	2.18		
				EPS Growth	NM%	NM%	61.2%	(43.5)%		
				Equity/Share	8.5	10.9	13.8	14.5		
				Dividend	0.00	0.96	1.54	0.87		
				EBIT Marginal	(2.0)%	18.8%	26.6%	17.0%		
				ROE (%)	(3.8)%	21.9%	27.9%	15.1%		
				ROCE	(2.3)%	21.6%	27.9%	15.3%		
				EV/Sales	0.76x	0.62x	0.57x	0.64x		
				EV/EBITDA	20.6x	2.6x	1.8x	2.9x		
				EV/EBIT	(37.8)x	3.3x	2.1x	3.8x		
				P/E, adj	(31.2)x	4.3x	2.7x	4.7x		
				P/Equity	1.2x	0.9x	0.7x	0.7x		
				Dividend yield	0.0%	9.3%	15.1%	8.5%		
				FCF yield	(1.3)%	16.6%	35.1%	25.2%		
				Net Debt/EBITDA	1.1g	(0.3)g	(0.7)g	(1.3)g		

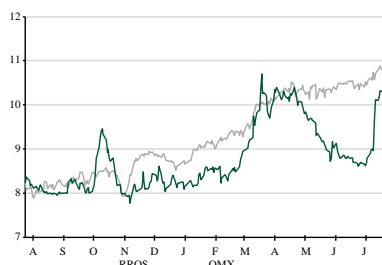
Kommande händelser

Q2 2021 22 juli 2021
Q3 2021 22 oktober 2021

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 152.6m
Market cap 1,562
Nettoskuld 25
EV 1,587
Free Float 48.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh. 176.5(k)
Reuters/Bloomberg RR0S.ST/RR0S.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Starkt resultat i spåren av stigande priser

Investment Case

Rottneros står inför en stark lönsamhetsutveckling, till stor del drivet av starka massapriser, vilket vi tror kommer att leda till ett ökat intresse för aktien, med en kursuppgång som följd. Marknadsbalansen avseende marknadsmassa är god, och med en stigande efterfrågan och begränsat nytt utbud så bedömer vi att Rottneros har förutsättningar att visa på en fin lönsamhet på kort- och medellång sikt.

Bolags profil

Rottneros är en svensk producent av marknadsmassa, vilken tillverkas vid de två bruken Rottneros i Värmland och Vallvik i Hälsingland. Rottneros Bruk producerar mekaniska massor, slipmassa och CTMP, medan Vallviks Bruk producerar kemiska sulfatmassor. Rottneros är börsnoterat sedan 1987 och handlas på Nasdaq Stockholm med kortnamn RROS.

Värdering

Värderingen grundar sig huvudsakligen på riskvägda vinstmultiplar, samt våra prognoser för de närmaste åren. Vi kompletterar även med en DCF-värdering och multipelvärdering baserat på historisk lönsamhet, för referens, även om dessa metoder har en tendens att underskatta cykikaliteten i bolag som Rottneros.

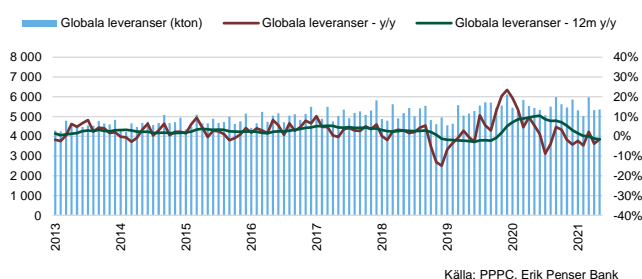
Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 13–14 kr per aktie.

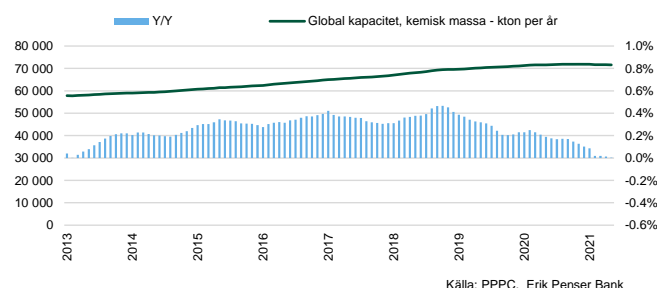
Stabil efterfrågan och begränsad kapacitetstillväxt

De globala leveranserna av kemisk avsalumassa steg med ca 5% 2019 och 3% 2020, vilket även det speglar att denna industri inte gick in i väggen så som en del andra delar av ekonomin när covid-19 bröt ut. Vad som även är intressant, och ett skäl till att vi tror att massamarknaden kan vara förhållandevis stark på kort/medellång sikt, är att kapaciteten inte växer. Idag är tillväxten i princip noll, och vad som tillkommer under de närmaste åren vad gäller långfiber är i princip MetsäFibres investering i Kemi, vilken adderar knappt 1 miljon ton, motsvarande ca 3% av marknaden för långfibrig avsalumassa och mindre än 1% avseende total kemisk massa. Investeringen ska vara klar i Q3 2023, och i princip ser vi inget som hindrar massaproducenter som Rottneros att nu gå ett antal starka år till mötes.

Leveranser – kemisk avsalumassa



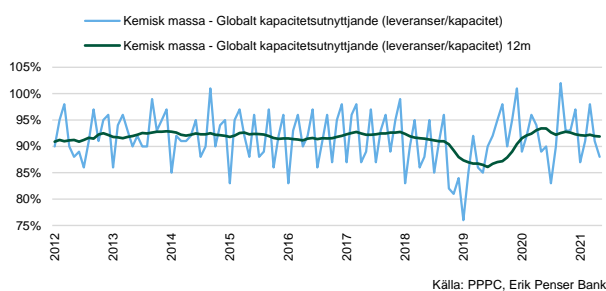
Kapacitet – kemisk avsalumassa



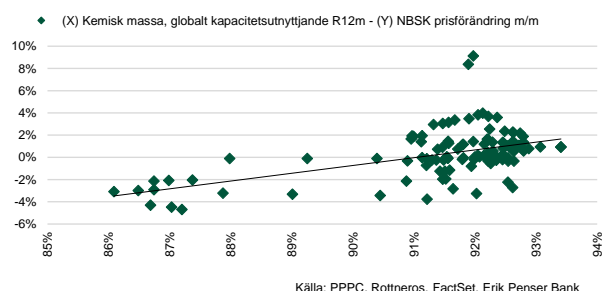
Kapacitetsutnyttjande som indikerar balans på marknaden

Kapacitetsutnyttjandet ligger på nivåer kring 92% på rullande årsbasis. Detta är en nivå som indikerar att marknaden är i balans, men att de största aviserade prishöjningarna sannolikt är bakom oss, även om effekterna rent resultatmässigt börjar ge effekt på allvar från och med nu. Historiskt sett krävs ofta nivåer över 91% för att bibehålla, eller höja, priserna. Givet avsaknaden av några större kapacitetstillskott på kort/medellång sikt så tror vi att utnyttjandegraden kommer att ligga kvar på bra nivåer, med förhållandevis stabila priser och god lönsamhet i branschen som följd.

Kapacitetsutnyttjande



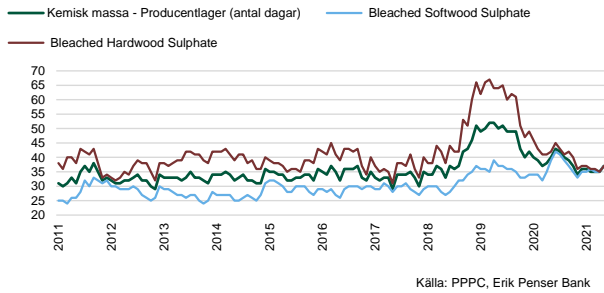
Kapacitetsutnyttjande vs. priser



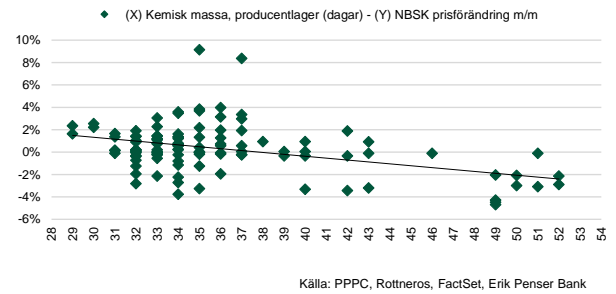
Hälsosamma massalager globalt sett

Producentlagren har de senaste månaderna stabiliserats omkring 35 dagar. I maj steg dock siffran till 37 dagar. Historiskt sett brukar vi se ett ökat tryck på nedsidan avseende priserna på massa när lagren når, eller överstiger, nivåer kring 40 dagar eller mer. Det är en bit kvar dit, men vi tror dock att den kraftiga prisuppgången vi sett på massa kommer att mattas av. Samtidigt talar hälsosamma lagernivåer för att vi rimligen bör se höga prisnivåer bestå på kort/medellång sikt.

Lagernivåer



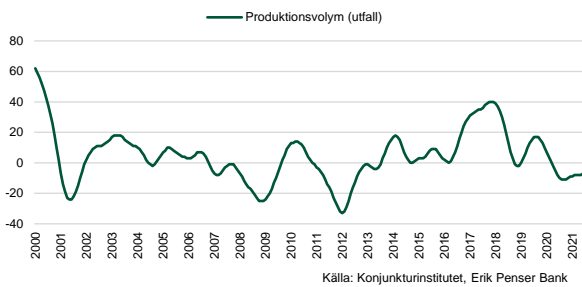
Lagernivåer vs. priser



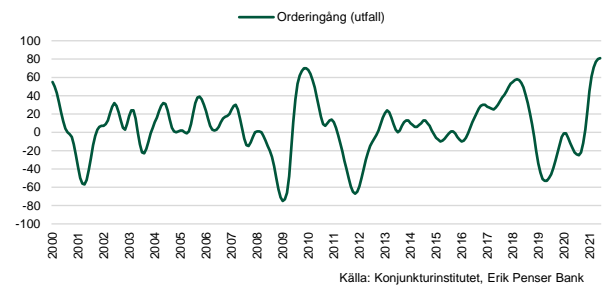
Stark marknad in i juni enligt Konjunkturinstitutet

Produktionsvolymen ligger kring genomsnittet historiskt, men detta är en bransch där lönsamheten framför allt regleras genom prisförändringar på kort sikt. Ordergångens är på rekordhöga nivåer, medan färdigvarulagren är på mycket låga nivåer. Detta pekar på att de höga prisförväntningarna i branschen är väl underbyggda. Vi ser framför oss fortsatt positiva tongångar och god resultatutveckling i delårsrapporterna för resten av 2021.

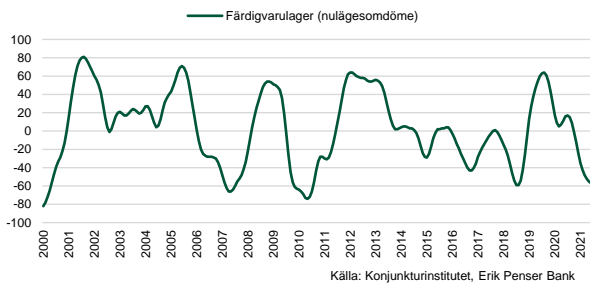
Produktionsvolym



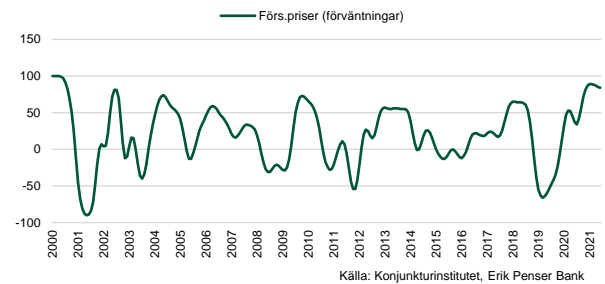
Ordergång



Färdigvarulager

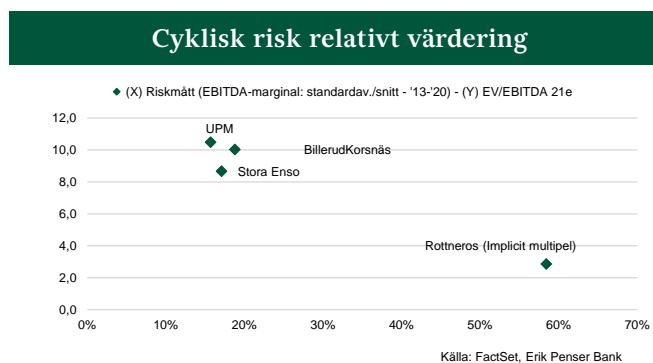
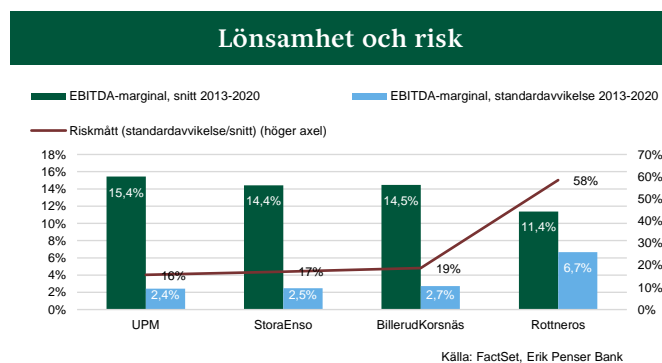


Förväntade försäljningspriser



Hög risk i Rottneros lönsamhet historiskt sett, vilket även får konsekvenser för värderingen

Ett sätt att kvantifiera den relativa risken i lönsamheten är att jämföra den historiska lönsamhetsnivån (i genomsnitt) med hur slagig lönsamheten varit (standardavvikelsen). Vi har i detta perspektiv valt att jämföra Rottneros med UPM, StoraEnso och BillerudKorsnäs. Tidsperioden är 2013–2020 då dessa bolags strukturer i stort sett har varit stabila under perioden. Ser vi till genomsnittliga marginalnivåer under perioden så kan vi konstatera att UPM ligger i topp, med BillerudKorsnäs och StoraEnso hack i häl. Även vad gäller risken i marginalerna under perioden kommer UPM ut som etta, följt av StoraEnso och BillerudKorsnäs. Sätter vi dessa mått i relation till varandra kommer vi fram till ett riskmått att sedan sätta i relation till en vinstmultipl. UPM landar på 16% (standardavvikelse i marginal / genomsnittlig marginalnivå), StoraEnso på 17% och BillerudKorsnäs på 19%. Sätter vi dessa siffror i relation till varandra indikerar de t ex att UPM bör handlas till en premie på ca 20% relativt StoraEnso avseende EV/EBITDA, vilket även är en nivå som är i linje med vad vi faktiskt sett historiskt. De tre jämförelsebolagen vi valt ligger dock rätt nära varandra gällande såväl lönsamhet som risk, vilket speglar att de är förhållandevis diversifierade i sina strukturer. Rottneros mindre storlek och tydliga fokus på marknaden för avsalumassa innebär att marginalerna historiskt har varit lägre, och även risken högre. Med samma metodik avseende riskmättet landar vi på 58% för Rottneros, med andra ord en betydligt högre nivå än för de stora nordiska pappersbolagen.

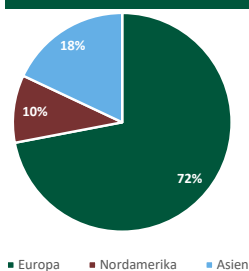


Bolagsdata

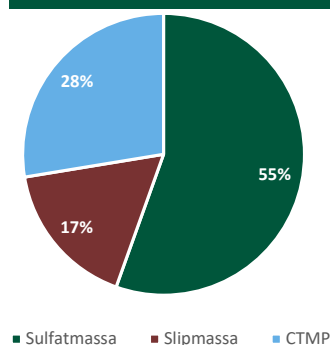
Största aktieägare	Röster	Aktier
Arctic Paper SA	51,0%	51,0%
Proad AB	7,2%	7,2%
UBS AG, W8IMY	3,4%	3,4%
Avanza Pension	2,6%	2,6%
Övriga	35,7%	35,7%

Ordförande	Per Lundeen
Verkställande direktör	Lennart Eberleh
Finansdirektör	Monica Pasanen
Investerarkontakt	Lennart Eberleh
Hemsida	www.rottneros.se

Förs./geografi (2020)



Produktionsmix (12m)



Resultaträkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	2 376,0	2 093,0	2 553,4	2 796,2	2 487,8
Förändring färdigvarulager	-8,0	-31,0	-3,5	-2,3	-1,2
Övriga rörelseintäkter	28,0	14,0	19,9	15,2	14,8
Rörelsens intäkter totalt	2 396,0	2 076,0	2 569,7	2 809,1	2 501,3
Råvaror och förnödenheter	-1 223,0	-1 200,0	-1 191,1	-1 134,1	-1 120,3
Övriga externa kostnader	-528,0	-513,0	-485,7	-504,5	-519,5
Personalkostnader	-271,0	-267,0	-293,8	-302,6	-311,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	-19,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	374,0	77,0	599,2	867,9	549,9
Av- och nedskrivningar	-106,0	-119,0	-119,1	-123,0	-126,8
Rörelseresultat (EBIT)	268,0	-42,0	480,2	745,0	423,2
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-20,3	-4,5	-4,5
Resultat före skatt	247,0	-61,0	459,9	740,4	418,7
Skatt	-53,0	11,0	-95,1	-152,5	-86,2
Periodens resultat	194,0	-50,0	364,8	587,9	332,4

Balansräkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar					
Immateriella tillgångar	13,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Materiella anläggningstillgångar	1 198,0	1 203,0	1 223,9	1 221,0	1 214,2
Derivatinstrument	20,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Övriga finansiella anläggningstillgångar	49,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Summa anläggningstillgångar	1 280,0	1 285,0	1 305,9	1 303,0	1 296,2
Varulager	375,0	355,0	434,1	475,4	422,9
Kundfordringar	267,0	219,0	268,1	293,6	261,2
Derivatinstrument	36,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Övriga kortfristiga fordringar	39,0	49,0	49,0	49,0	49,0
Likvida medel	376,0	330,0	339,3	741,1	900,0
Summa omsättningstillgångar	1 093,0	972,0	1 109,5	1 578,0	1 652,1
Summa tillgångar	2 373,0	2 257,0	2 415,4	2 881,0	2 948,3
Eget kapital och skulder					
Aktiekapital	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0
Övrigt tillskjutet kapital	730,0	730,0	730,0	730,0	730,0
Återköpta egna aktier	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0
Andra reserver	38,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Balanserad vinst inkl. årets resultat	528,0	478,0	842,8	1 284,8	1 382,0
Summa eget kapital	1 380,0	1 301,0	1 665,8	2 107,8	2 205,0
Räntebärande skulder	411,0	411,0	161,0	161,0	161,0
Uppskjuten skatteskuld	135,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Övriga icke räntebärande skulder	41,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Summa långfristiga skulder	587,0	561,0	311,0	311,0	311,0
Leverantörsskulder	202,0	204,0	247,7	271,2	241,3
Derivatinstrument	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga icke räntebärande skulder	204,0	191,0	191,0	191,0	191,0
Summa kortfristiga skulder	406,0	395,0	438,7	462,2	432,3
Summa eget kapital och skulder	2 373,0	2 257,0	2 415,4	2 881,0	2 948,3

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBIT	268,0	-42,0	480,2	745,0	423,2
Justeringar	109,0	119,0	119,1	123,0	126,8
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-20,3	-4,5	-4,5
Betald skatt	0,0	2,0	-95,1	-152,5	-86,2
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	356,0	60,0	483,8	710,9	459,2
Förändring av rörelsekapital	106,0	25,0	-84,5	-43,2	54,9
Kassaflöde från den löpande verksamheten	462,0	85,0	399,3	667,6	514,1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	-1,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-107,0	-115,0	-140,0	-120,0	-120,0
Sålda materiella anläggningstillgångar	0,0	3,0			
Förvärvat dotterbolag	0,0	-15,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-109,0	-128,0	-140,0	-120,0	-120,0
Emission av obligationslån	0,0	0,0	-400,0		
Upptagna långfristiga banklån	0,0	0,0	150,0		
Amortering av långfristiga banklån	0,0	-3,0			
Förändring av checkkrediter	0,0	0,0			
Utbetald utdelning	-214,0	0,0	0,0	-145,9	-235,2
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-214,0	-3,0	-250,0	-145,9	-235,2
Årets nettokassaflöde	139,0	-46,0	9,3	401,7	158,9
Likvida medel vid periodens början	238,0	376,0	330,0	339,3	741,1
Kursdifferens i likvida medel	-1,0				
Likvida medel vid periodens slut	376,0	330,0	339,3	741,1	900,0

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	5%	-12%	22%	10%	-11%
EBIT-tillväxt	-9%	-116%	-1243%	55%	-43%
EPS-tillväxt	-12%	-126%	-830%	61%	-43%
Bruttomarginal	48,5%	42,7%	53,4%	59,4%	55,0%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	23,5%	31,0%	22,1%
EBIT-marginal	11,3%	-2,0%	18,8%	26,6%	17,0%
Skattesats	21%	18%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	14%	-4%	22%	28%	15%
ROCE	14%	-2%	24%	31%	17%
Investeringar	109	128	140	120	120
Investeringar / omsättning	5%	6%	5%	4%	5%
Varulager / omsättning	16%	17%	17%	17%	17%
Kundfordringar / omsättning	11%	10%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	10%	10%	10%	10%
Rörelsekapital / omsättning	13%	12%	13%	13%	13%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,9x	1,1x	1,1x	0,9x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	35	81	-178	-580	-739
Soliditet	58%	58%	69%	73%	75%
Nettoskuldsättningsgrad	3%	6%	-11%	-28%	-34%
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	-0,3x	-0,7x	-1,3x

Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	1,27	-0,33	2,39	3,85	2,18
EPS, justerad	1,27	-0,33	2,39	3,85	2,18
FCF per aktie	2,31	-0,10	1,70	3,59	2,58
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,96	1,54	0,87
Eget kapital per aktie	9,0	8,5	10,9	13,8	14,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	152,6	152,6	152,6	152,6	152,6

Värdering

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	9,0x	neg	4,3x	2,7x	4,7x
P/EK	1,3x	1,0x	0,9x	0,7x	0,7x
P/FCF	4,9x	neg	6,0x	2,9x	4,0x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	9,3%	15,1%	8,5%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	40%	40%	40%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	4,7x	17,2x	2,3x	1,1x	1,5x
EV/EBIT, justerat	6,6x	neg	2,9x	1,3x	1,9x
Aktiekurs, årets slut	11,4	8,2	10,2	10,2	10,2
EV, årets slut	1 774	1 324	1 384	982	823

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 grundas 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