



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Finland | 05 Maj 2022

Loudspring

Odramatiskt Q1 på vägen mot ny struktur

Sammanfattning av Q1'22 publicerad

Loudsprings Q1'22 medförde inga betydande nyheter då de största händelserna under våren offentliggjordes redan i bolagets Q4-rapport. Med en förstärkt kassa och avsmalnad bolagsportfölj har Loudspring förbättrat den finansiella situationen och står välpositionerat med fokus på kärnan i Eagle Filters.

Säkerställd finansiering men utmaningar i logistik

Loudspring nämnde att portföljbolagen påverkats av logistikproblem under utgången av 2021, och nämner att man under Q1'22 sett problem på marknader samt relaterade till komponenter. Mot bakgrund av orderböcker och avtal, ser vi goda förutsättningar för tillväxt i Loudsprings portföljbolag, se sammanfattning längre ned.

Justeringar

Vi gör inga estimatjustering sedan vår senast publicerade rapport. Vi noterar att bolaget fortsatt har problem med logistikkedjor men att bl.a. Eagle Filters har en stark orderbok vid utgången av Q1. Vår SotP-värdering indikerar ett oförändrat motiverat värde om EUR 0,19 - 0,21 per aktie och vi ser medelhög risk.

| Kommande händelser | | Prognos (EUR) | | | | Värde och risk | |
|--|------------|------------------|--------|--------|--------|----------------------------------|-----------|
| H1'22-rapport | 2022-08-31 | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 0.2 - 0.2 |
| Bolagsfakta (EURm) Antal aktier 77m Börsvärde 8 Nettoskuld 4 EV 13 Free float 76% Daglig handelsvolym, snitt 43(k) Reuters/Bloomberg LOUDS.ST/LOUDS.SS | | Omsättning, mkr | 0 | 0 | 0 | Aktiekurs | 0.1 |
| | | EBITDA, mkr | (0.7) | (0.5) | (0.5) | Riskenivå | Medium |
| | | EBIT, mkr | (1) | (1) | (1) | | |
| | | EPS, justerad | (0.0) | (0.0) | (0.0) | | |
| | | EPS tillväxt | (9)% | (64)% | (19)% | | |
| | | EK/aktie | 0.1 | 0.2 | 0.1 | | |
| | | Utdelning/aktie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| | | Direktavkastning | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| | | Nettosk./EBITDA | (7.8)g | (5.4)g | (6.9)g | | |
| | | | | | | Kursutveckling 12 mån | |

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Odramatiskt Q1 på vägen mot ny struktur

Investment Case

Loudspring har under 2021 inlett en strategisk omställning som medför att bolaget går från ett investmentbolag fokuserat på miljövänliga tillväxtbolag, till ett bolag som fokuserar kring en kärna i Eagle Filters. Detta medför att samtliga övriga tillgångar är aktuella till försäljning, för att säkerställa en god finansiell position för Eagle Filters. Tills vidare har dock bolaget fyra kärninnehav och ett antal mindre innehav, se nedan.

Eagle Filters

Eagle Filters tillverkar högeffektiva gasturbinfilter för gaskraftverk som ger kunden stora besparingar med mycket kort återbetalningstid. Efter covid-19-pandemins utbrott under 2020 har bolaget också anpassat sin verksamhet för att med stöd i sin expertis inom filter även börja tillverka andningsmasker. Bolaget redovisade intäkter på EUR 2,9m under 2021, med en EBITDA om -2,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 100%.

Enersize

Enersize erbjuder mjukvarubaserade analysverktyg för energibesparing inom tryckluftssystem. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,2m under 2021, med en EBIT om -1,9m. Enersize är noterat på Nasdaq First North och Loudsprings ägarandel uppgår till 13%.

Nuuka Solutions

Nuuka Solutions erbjuder molnbaserade fastighetsförvaltningslösningar till större fastighetsförvaltare, städer och detaljhandelskedjor. Den adresserbara marknaden är mycket stor och affärsmodellen skalbar. Bolaget redovisade intäkter på EUR 1,4m under 2021, med en EBITDA om -1,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 24,2%. Övriga delägare är bl.a. YIT Ventures.

Sofi Filtration

Sofi Filtration är specialiserat på industriell vattenrening, med ett självrengörande automatiskt mikrofiltreringssystem som använder en korsflödande filtreringsteknik för kostnadseffektiv filtrering av stora mängder vatten. Bolaget redovisade intäkter på EUR 0,1m under 2021, med en EBITDA på -0,4m. Loudsprings ägarandel uppgår till 19,6%. Övriga delägare är bl.a. Emerald Technology Ventures.

Till övriga, mindre innehav hör Aurelia Turbines, Metgen, Sansox och Swap.com.

Värdering

Motiverat värde per aktie beräknas till EUR 0,19-0,21 (motsvarande ca 2 - 2,17 kr) utifrån en sum of the parts-modell (SOTP), med utgångspunkt i estimat för de onoterade portföljbolagen och där noterade innehav värderas till marknadsvärde. Vi ser en medelhög risk, vilket främst beror på att portföljbolagen ännu är små och överlag inte har nått stabil lönsamhet, innebärande att det kan uppstå ytterligare finansieringsbehov i bolagen samt även i Loudspring centralt. Vi noterar dessutom att Loudspring endast äger mindre delar i Nuuka Solutions och Sofi Filtration och Enersize, vilket gör att Loudspring inte omedelbart behöver bistå vid kapitalanskaffning i dotterbolagen, vilket i sin tur minskar risken.

Kvartalet i detalj

Eagle Filters redovisar intäkter samt orderbok som totalt uppgick till EUR 2,2m i samband med att uppdateringen offentliggjordes. Bolaget har även fått en fyraårig order från ett energibolag som totalt har ett värde som uppgår till EUR 0,75m. Sammantaget bedömer vi att Eagle Filters kan uppnå intäkter för 2022 som uppgår till EUR 6,9 m, men noterar att det finns en uppsida ifall bolaget får större ordrar inom segmentet för andningsmasker. Nuuka Solutions redovisade SaaS-intäkter om EUR 95 000 per månad vid slutet av Q1. Under Q1 har Nuuka även tagit in finansiering som uppgick till EUR 1m.

Estimatförändringar

Vi gör inga justeringar av våra estimat efter publiceringen av Q1-rapporten. Vi bedömer att Eagle Filters kan redovisa intäkter för 2022 om EUR 6,9m (inklusive försäljning av andningsmaskerna, som inte inkluderas i bolagets egna mål). Vi bedömer att Nuuka kan redovisa intäkter om EUR 2,3m för 2023, baserat på orderbok och att marknaden drivs på av generellt höjda energikostnader.

| Aktuella estimat | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Eagle Filters: Omsättning | 6,9 | 8,3 | 10,0 |
| Eagle Filters: EBITDA | 0,7 | 1,3 | 2,0 |
| Nuuka Solutions: Omsättning | 2,3 | 2,7 | 3,2 |
| Nuuka Solutions: EBITDA | -0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Sofi Filtration: Omsättning | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| Sofi Filtration: EBITDA | 0,2 | 0,2 | 0,2 |

| Tidigare estimat | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Eagle Filters: Omsättning | 6,9 | 8,3 | 10,0 |
| Eagle Filters: EBITDA | 0,7 | 1,3 | 2,0 |
| Nuuka Solutions: Omsättning | 2,3 | 2,7 | 3,2 |
| Nuuka Solutions: EBITDA | -0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Sofi Filtration: Omsättning | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| Sofi Filtration: EBITDA | 0,2 | 0,2 | 0,2 |

| Förändring i % | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Eagle Filters: Omsättning | 0% | 0% | 0% |
| Eagle Filters: EBITDA | 0% | 0% | 0% |
| Nuuka Solutions: Omsättning | 0% | 0% | 0% |
| Nuuka Solutions: EBITDA | 0% | 0% | 0% |
| Sofi Filtration: Omsättning | 0% | 0% | 0% |
| Sofi Filtration: EBITDA | 0% | 0% | 0% |

Källa: EPB, Loudspring

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsansats. Vi applicerar EV/Sales för 2023 om 2,3x för Eagle Filters, samt 8x EV/Sales för 2023 för Nuuka Solutions och 6,5x för Sofi Filtration. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om EUR 0,19 - 0,21 per aktie (oförändrat).

| Kärninnehav | EV/Sales 2024e | Aktievärde 100% | Loudsprings andel | Värde till Loudspring |
|--|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------------|
| Eagle Filters | 2,4x | 13,7 | 100% | 16,1 |
| Enersize (@ börsvärde) | n/a | 3,3 | 13% | 0,3 |
| Nuuka Solutions | 8,0x | 22,5 | 24% | 5,1 |
| Sofi Filtration | 6,5x | 5,9 | 20% | 1,2 |
| Subtotal | | | | 22,8 |
| Övriga innehav | | | | 0,4 |
| Tillgångsvärde brutto | | | | 23,2 |
| Nettokassa / (-skuld) + Ytterligare kapitalbehov | | | | (1,8) |
| Moderbolagskostnader* | | | | (4,8) |
| Tillgångsvärde netto | | | | 16,6 |
| Utestående aktier (miljoner) | | | | 77,5 |
| NAV per aktie (EUR) | | | | 0,21 |

*Beräknad enligt 5x årliga rörelsekostnader

Källa: EPB

Nedan visas känslighetsanalysen för Eagle Filters. Tabellen visar hur värdet av Loudspring påverkas av värderingsmultiplar för 2023e.

| | EV/Sales (x) Eagle Filters 2023e | | | | |
|-----------------------|----------------------------------|------|------|------|------|
| | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,5 |
| Motiverat värde (EUR) | 0,19 | 0,20 | 0,21 | 0,22 | 0,23 |

Källa: EPB

Resultaträkning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga intäkter | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Kostnad sålda varor | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bruttovinst | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Försäljningskostnader | | | | | | | | |
| Administrationskostnader | | | | | | | | |
| Forskning- och utvecklingskostnader | -1,2 | -1,7 | -1,0 | -1,0 | -0,8 | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| Övriga rörelsekostnader och -intäkter | | | | | | | | |
| EBITDA | -1,1 | -1,7 | -0,8 | -0,8 | -0,7 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Av- och nedskrivningar | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT (justerad) | -1,3 | -1,8 | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Jämförelsestörande poster | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | -1,3 | -1,8 | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Finansnetto | -0,3 | -1,7 | -3,2 | -0,6 | -0,9 | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| Resultat före skatt | -1,6 | -3,5 | -4,2 | -1,4 | -1,6 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Skatter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoresultat (rapporterat) | -1,6 | -3,5 | -4,2 | -1,4 | -1,6 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Nettoresultat (justerat) | -1,6 | -3,5 | -4,2 | -1,4 | -1,6 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |

Källa: EPB

Balansräkning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | |
| Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Innehav i intresseföretag och andelar | 20,0 | 10,8 | 8,0 | 13,4 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 11,6 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa anläggningstillgångar | 20,3 | 10,9 | 8,1 | 13,4 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 11,6 |
| Varulager | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kundfordringar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga omsättningstillgångar | 1,0 | 1,6 | 2,0 | 0,3 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,8 |
| Likvida medel | 3,6 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 0,0 | 2,3 | 1,6 | 0,8 |
| Summa omsättningstillgångar | 4,6 | 1,6 | 2,4 | 0,9 | 3,8 | 6,1 | 5,3 | 4,5 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 24,9 | 12,6 | 10,5 | 14,3 | 15,4 | 17,7 | 17,0 | 16,2 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | |
| Eget kapital | 22,7 | 10,9 | 6,6 | 10,2 | 9,5 | 11,8 | 11,0 | 10,2 |
| Minoritetsintressen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa eget kapital | 22,7 | 10,9 | 6,6 | 10,2 | 9,5 | 11,8 | 11,0 | 10,2 |
| Långfristiga finansiella skulder | 0,0 | 1,0 | 3,0 | 2,9 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Pensionsavsättningar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga långfristiga skulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa långfristiga skulder | 1,5 | 1,0 | 3,0 | 2,9 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 1,0 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| Leverantörsskulder | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Skatteskulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga kortfristiga skulder | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Summa kortfristiga skulder | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 1,2 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 24,9 | 12,6 | 10,5 | 14,3 | 15,4 | 17,7 | 17,0 | 16,2 |

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoresultat (rapporterat) | -1,6 | -3,5 | -4,2 | -1,4 | -1,6 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 0,4 | 1,8 | 3,2 | 0,5 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Förändringar i rörelsekapital | 0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -1,0 | -1,9 | -1,0 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Investeringar | -1,1 | -3,6 | -1,6 | -4,4 | -1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Avyttringar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Fritt kassaflöde | -2,1 | -5,5 | -2,6 | -5,1 | -2,5 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Utdelningar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nyemission / återköp | 5,0 | 0,0 | 1,0 | 4,9 | 0,8 | 3,1 | 0,0 | 0,0 |
| Förvärv | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 0,3 | 2,0 | 2,0 | 0,4 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kassaflöde | 3,1 | -3,5 | 0,4 | 0,2 | -0,6 | 2,3 | -0,8 | -0,8 |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoskuld | -3,3 | 1,4 | 3,1 | 3,3 | 5,2 | 2,9 | 3,7 | 4,5 |

Källa: EPB

Data per aktie och marginaler

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EBIT-tillväxt (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EPS-tillväxt, justerad | 24% | 116% | 10% | -76% | -9% | -64% | -19% | 0% |
| Bruttomarginal | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EBITDA-marginal (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EBIT-marginal (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Skattesats | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

Källa: EPB

Finansiell position

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -3,3 | 1,4 | 3,1 | 3,3 | 5,2 | 2,9 | 3,7 | 4,5 |
| Soliditet | 91% | 87% | 63% | 71% | 61% | 66% | 65% | 63% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -15% | 13% | 46% | 32% | 55% | 25% | 33% | 44% |
| Nettoskuld / EBITDA (adj) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

Källa: EPB

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 Instru-ment 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