



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sverige | 25 Juli 2022

Rottneros

Kapitaliserar på en stark massamarknad

Rekordresultat i Q2

Rottneros rapporterade en EBIT på 219 mkr i Q2, +126 procent y/y. Pris, volym och valuta drev på den mycket starka utvecklingen, medan högre kostnader påverkade negativt. Produktionen nådde rekordnivåer samtidigt som leveranserna var högre än in Q1. Annonserade produktionsstopp kommer påverka negativt i Q3, men leveranserna bör vara fortsatt goda. Rottneros lyckas på ett bra sätt att kapitalisera på den starka marknaden.

Massamarknaden fortsatt stark

Massamarknaden indikerar fortsatt styrka, vilket reflekteras i ett rekordhøgt listpris på USD 1 490. Samtidigt rör sig vedpriserna uppåt, även om tillgången ser ut att vara god. Globala utmaningar gällande transporter innebär att marknaden är fortsatt lokal/regional, och en stark efterfrågan i Europa ger goda förutsättningar för Rottneros. Höga elpriser är ett riskmoment, men säkringar kompenserar på medellång sikt.

Höjda prognoser och motiverat värde

Vi höjer motiverat värde till 14-15 kr per aktie (13-14) i spåren av uppreviderade prognoser efter rekordrapporten, en försvagad svensk krona, samt utsikter om höga massapriser. Samtliga dessa faktorer bör ge stöd för aktien framöver, även om den cykliska risken såklart är hög i en massaproducent som Rottneros. Direktavkastningen bör kunna vara god även framöver och det bör finnas rum för extra utdelningar.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)						Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	14.0 - 15.0	
EPS, justerad 22e	2.9	2.2	32.6%	Omsättning, mkr	2,303	2,857	2,752	2,599	Aktiekurs	SEK14.7
EPS, justerad 23e	2.3	2.1	12.4%	Tillväxt	10%	24%	(4)%	(6)%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	2	2	0.0%	EBITDA, mkr	385	681	576	517	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, mkr	267	556	452	390		
				EPS, justerad	1.3	2.9	2.3	2.0		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EPS tillväxt	nm	120%	(19)%	(14)%		
				Q3 2022		27 oktober	EK/aktie	10.0	12.3	14.0
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				Utdelning/aktie	1.1	0.6	0.6	0.6	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">mathias.carlson@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	11.6%	19.5%	16.4%	15.0%		
				ROE (%)	13.0%	23.3%	16.6%	13.0%		
				ROCE	14.2%	25.2%	18.3%	14.5%		
				EV/Sales	0.9x	0.7x	0.8x	0.8x		
				EV/EBITDA	5.5x	3.1x	3.6x	4.1x		
				EV/EBIT	7.9x	3.8x	4.6x	5.4x		
				P/E, justerad	11.3x	5.1x	6.3x	7.4x		
				P/EK	1.5x	1.2x	1.1x	1.0x		
				Direktavkastning	10.1%	4.1%	4.1%	4.1%		
FCF yield	10.3%	12.8%	18.0%	16.4%						
Nettosk./EBITDA	(0.0)g	(0.3)g	(0.9)g	(1.5)g						



Sammanfattning

Kapitaliserar på en stark massamarknad

Investment Case

Rottneros är inne i en period av stark lönsamhet, drivet av höga massapriser. Balansräkningen är stark, vilket möjliggör såväl ordinarie som extra utdelningar, vilket annonserades senast i bokslutskommunikén för 2021. Priserna toppade under hösten och såg ut att börja röra sig nedåt, men den strama marknadssituation som uppkommit i Europa i spåren av globala störningar på transportmarknaden innebär att priserna ser ut att bestå på en hög nivå även under 2022. De höga elpriserna är ett riskmoment, vilket till viss del påverkar produktionsnivåerna i Rottneros Bruk, men bolagets omfattande säkringsportfölj innebär att den ekonomiska risken begränsas. Säkringsportföljen ger bolaget även andrum att utvärdera strategiska möjligheter avseende kraftförsörjningen under kommande år.

Bolagsprofil

Rottneros är en svensk producent av marknads massa, 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 RR05.

Värdering

Värderingen grundar sig på en kassaflödesvärdering (DCF), med bas i den starka lönsamheten bolaget visar på kort/medellång sikt, samt historiska marginalnivåer på lång sikt, samt även på riskvägda multiplar där vi jämför Rottneros med deras större sektorkollegor i den nordiska skogs- och pappersindustrin. Motiverat värde uppgår till 14-15 kr per aktie (13-14). Prognosjusteringar, stark lönsamhet och balansräkning i Q2'22 samt en svag SEK ligger bakom höjningen.

Värdering av joint venture med Arctic Paper i Kostrzyn, Polen

Vi utgår i värderingen av den annonserade investeringsplanen från Rottneros antagande kring försäljning om EUR 9-11m, samt en EBIT-marginal över 20% och uppstart mot slutet av 2023. Med antagande om att försäljningen når EUR 10m 2025, med en marginal på 20%, avskrivningar på i genomsnitt 10-15 år, en EV/EBITDA-multipel på 8x och ett avkastningskrav på 10% så landar vi på ett NPV på ca 33 mkr, motsvarande ca 0,2 kr per aktie i Rottneros, vilket nu även ingår i motiverat värde.

NPV

Kostrzyn 50/50 JV med Arctic Paper (EURm)

Investering	15
Försäljning 2025	10
EBIT-marginal	20%

Antaganden - Rottneros (50%) (SEKm)

Försäljning 2025	53,1
EBITDA 2025	17,0
EBIT 2025	10,6
EBIT-marginal	20%

Värdering

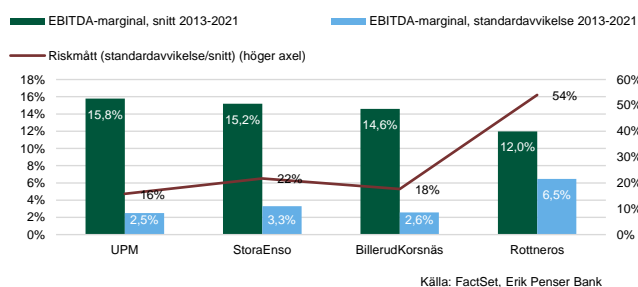
EV/EBITDA (x)	8,0
WACC	10%
Kapitalbehov (mkr)	79,6
NPV	32,7
NPV (kr per aktie)	0,21

Källa: Rottneros, Erik Penser Bank

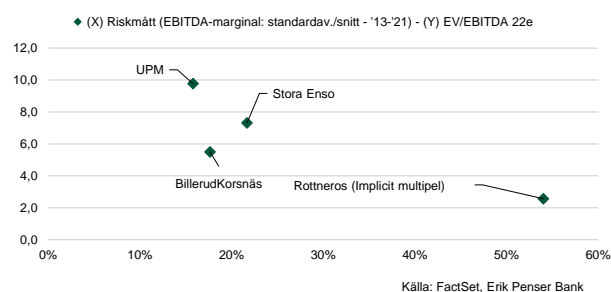
Hög risk i Rottneros lönsamhet relativt de stora skogsbolagen historiskt sett

Vi jämför Rottneros med de stora nordiska skogsbolagen genom att sätta den historiska lönsamheten i relation till cyklikaliteten i marginalerna. Vi har i detta perspektiv valt att jämföra Rottneros med UPM, StoraEnso och BillerudKorsnäs. Tidsperioden är 2013–2021 då dessa bolags strukturer i stort sett har varit stabila. 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. 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 22% och BillerudKorsnäs på 18%. Sätter vi dessa siffror i relation till varandra indikerar de t ex att UPM bör handlas till en premie på ca 37% relativt StoraEnso avseende EV/EBITDA, vilket är helt i nivå med den premie vi ser idag om 34%, baserat på konsensus prognoser. Rottneros mindre storlek och tydliga fokus på marknaden för avsalumassa innebär att marginalerna historiskt har varit lägre, och även risken högre. Med samma metodik landar vi på ett riskmått om 54% för Rottneros, med andra ord en betydligt högre nivå än för de stora nordiska pappersbolagen. Detta skulle i sin tur innebära en motiverad multipl om ca 3x EBITDA för 2022e.

Lönsamhet och risk



Cyklisk risk relativt värdering



DCF och värderingssammanfattning

Vår DCF-värdering landar på ett värde om ca 14 kr per aktie i Rottneros. Denna modell är givetvis mycket känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa med våra antaganden. Med en långsiktig EBIT-marginal om 3% ligger vi något över det historiska genomsnittet, och risk/reward på medellång sikt i det avseendet är sannolikt på uppsidan givet det stora strategiska fokus vi ser på träbaserade produkter totalt sett idag. Samtidigt är kraftförsörjningen och elpriser en risk. Vi äsätter Rottneros ett motiverat värde med utgångspunkt i detta på 14-15 kronor per aktie (14-13), även om den cykliska risken begränsar uppsidan i dagsläget.

DCF-Summering

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 830		
PV of terminal value (perpetuity formula)	192		
Enterprise value	2 022		
Latest net debt	-143		
Minority interests & other	0		
Equity value	2 165		
No. of shares outstanding (millions)	153		
Equity value per share (SEK)	14		
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	0,7	0,7	0,8
EV/EBITDA	3,0	3,5	3,9
EV/EBIT	3,6	4,5	5,2
EV/NOPLAT	4,6	5,6	6,5
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	14,70		

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2.5%
Risk premium	5.5%
Extra risk premium	3.0%
Beta	1.0
Cost of equity	11.0%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	11.0%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	3.0%
Depreciation (% of sales)	4.9%
Capex (% of sales)	4.9%
Working cap. (% of sales)	0.0%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.0%	15.4	15.6	15.9	16.2	16.5
	10.0%	14.6	14.8	15.0	15.2	15.4
	11.0%	13.9	14.0	14.2	14.3	14.5
	12.0%	13.3	13.4	13.5	13.7	13.8
	13.0%	12.8	12.9	13.0	13.1	13.2
		Long-term EBIT margin				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.0%	14.9	15.4	15.9	16.4	16.8
	10.0%	14.2	14.6	15.0	15.3	15.7
	11.0%	13.5	13.9	14.2	14.5	14.8
	12.0%	13.0	13.3	13.5	13.8	14.1
	13.0%	12.5	12.8	13.0	13.2	13.5

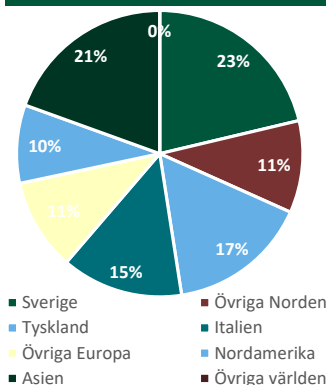
Källa: EBP

Bolagsdata

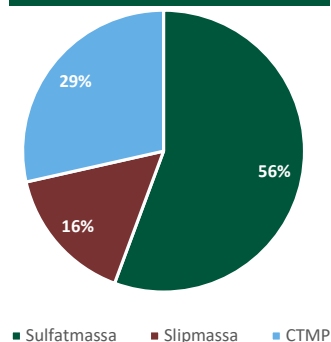
Största aktieägare	Röster	Aktier
Arctic Paper SA	51,0%	51,0%
Proad AB	7,5%	7,5%
Avanza Pension	1,4%	1,4%
Söderberg & Partner AM	1,4%	1,4%
Övriga	38,6%	38,6%
Ordförande	Per Lundeen	
Verkställande direktör	Lennart Eberleh	
Finansdirektör	Pia Ohlson	
Investerarkontakt	Lennart Eberleh	
Hemsida	www.rottneros.se	

Källa: Bolaget, holdings.se

Försäljning/geografi 12m



Produktionsmix 12m



Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 376,0	2 093,0	2 303,0	2 856,7	2 751,6	2 598,8
Förändring färdigvarulager	-8,0	-31,0	-29,0	-14,5	8,1	2,7
Övriga rörelseintäkter	28,0	14,0	29,0	50,8	52,7	52,5
Rörelsens intäkter totalt	2 396,0	2 076,0	2 303,0	2 892,9	2 812,4	2 654,0
Råvaror och förnödenheter	-1 223,0	-1 200,0	-1 125,0	-1 347,9	-1 367,6	-1 255,0
Övriga externa kostnader	-528,0	-513,0	-509,0	-560,3	-568,1	-572,8
Personalkostnader	-271,0	-267,0	-284,0	-303,7	-300,8	-309,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-19,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	374,0	77,0	385,0	681,0	575,9	517,1
Av- och nedskrivningar	-106,0	-119,0	-118,0	-125,2	-124,0	-127,4
Rörelseresultat (EBIT)	268,0	-42,0	267,0	555,8	451,8	389,7
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-21,0	-3,9	-3,8	-3,8
Resultat före skatt	247,0	-61,0	246,0	551,8	448,0	385,9
Skatt	-53,0	11,0	-48,0	-115,9	-94,1	-81,0
Periodens resultat	194,0	-50,0	198,0	436,0	353,9	304,8

Källa: Rottneros, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	13,0	30,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Materiella anläggningstillgångar	1 198,0	1 203,0	1 213,0	1 192,8	1 168,7	1 141,3
Derivatinstrument	20,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga finansiella anläggningstillgångar	49,0	50,0	101,0	101,0	101,0	101,0
Summa anläggningstillgångar	1 280,0	1 285,0	1 339,0	1 318,8	1 294,7	1 267,3
Varulager	375,0	355,0	327,0	428,5	412,7	389,8
Kundfordringar	267,0	219,0	487,0	628,5	605,4	571,7
Derivatinstrument	36,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Övriga kortfristiga fordringar	39,0	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0
Likvida medel	376,0	330,0	161,0	339,3	650,4	927,1
Summa omsättningstillgångar	1 093,0	972,0	1 043,0	1 464,3	1 736,5	1 956,6
Summa tillgångar	2 373,0	2 257,0	2 382,0	2 783,1	3 031,3	3 223,9
Eget kapital och skulder						
Aktiekapital	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0
Övrigt tillskjutet kapital	730,0	730,0	730,0	730,0	730,0	730,0
Återköpta egna aktier	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0
Andra reserver	38,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Balanserad vinst inkl. årets resultat	528,0	478,0	704,0	1 048,4	1 310,8	1 524,1
Summa eget kapital	1 380,0	1 301,0	1 527,0	1 871,4	2 133,8	2 347,1
Räntebärande skulder	411,0	411,0	145,0	128,0	128,0	128,0
Uppskjuten skatteskuld	135,0	105,0	153,0	153,0	153,0	153,0
Övriga icke räntebärande skulder	41,0	45,0	54,0	54,0	54,0	54,0
Summa långfristiga skulder	587,0	561,0	352,0	335,0	335,0	335,0
Leverantörsskulder	202,0	204,0	312,0	385,7	371,5	350,8
Derivatinstrument	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga icke räntebärande skulder	204,0	191,0	191,0	191,0	191,0	191,0
Summa kortfristiga skulder	406,0	395,0	503,0	576,7	562,5	541,8
Summa eget kapital och skulder	2 373,0	2 257,0	2 382,0	2 783,1	3 031,3	3 223,9

Källa: Rottneros, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	268,0	-42,0	267,0	555,8	451,8	389,7
Justeringar	109,0	119,0	118,0	125,2	124,0	127,4
Finansiella poster	-21,0	-19,0	-21,0	-3,9	-3,8	-3,8
Betald skatt	0,0	2,0	-42,0	-115,9	-94,1	-81,0
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	356,0	60,0	322,0	561,2	478,0	432,3
Förändring av rörelsekapital	106,0	25,0	-34,0	-169,3	24,7	35,9
Kassaflöde från den löpande verksamheten	462,0	85,0	288,0	391,9	502,6	468,2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	-1,0				
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-107,0	-115,0	-125,0	-105,0	-100,0	-100,0
Sålda materiella anläggningstillgångar	0,0	3,0	2,0			
Förvärvat dotterbolag	0,0	-15,0				
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-109,0	-128,0	-123,0	-105,0	-100,0	-100,0
Emission av obligationslån	0,0	0,0				
Upptagna långfristiga banklån	0,0	0,0	150,0			
Amortering av långfristiga banklån	0,0	-3,0	-416,0	-17,0		
Förändring av checkkrediter	0,0	0,0				
Utbetald utdelning	-214,0	0,0	-68,0	-91,5	-91,5	-91,5
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-214,0	-3,0	-334,0	-108,5	-91,5	-91,5
Årets nettokassaflöde	139,0	-46,0	-169,0	178,3	311,1	276,6
Likvida medel vid periodens början	238,0	376,0	330,0	161,0	339,3	650,4
Kursdifferens i likvida medel	-1,0					
Likvida medel vid periodens slut	376,0	330,0	161,0	339,3	650,4	927,1

Källa: Rottneros, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	-12%	10%	24%	-4%	-6%
EBIT-tillväxt	-9%	-116%	-736%	108%	-19%	-14%
EPS-tillväxt	-12%	-126%	-496%	120%	-19%	-14%
Bruttomarginal	48,5%	42,7%	51,2%	52,8%	50,3%	51,7%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	16,7%	23,8%	20,9%	19,9%
EBIT-marginal	11,3%	-2,0%	11,6%	19,5%	16,4%	15,0%
Skattesats	21%	18%	20%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	14%	-4%	13%	23%	17%	13%
ROCE	14%	-2%	14%	25%	18%	15%
Investeringar	109	128	123	105	100	100
Investeringar / omsättning	5%	6%	5%	4%	4%	4%
Varulager / omsättning	16%	17%	14%	15%	15%	15%
Kundfordringar / omsättning	11%	10%	21%	22%	22%	22%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	10%	14%	14%	14%	14%
Rörelsekapital / omsättning	13%	12%	16%	19%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,9x	1,0x	1,1x	0,9x	0,8x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	35	81	-16	-211	-522	-799
Soliditet	58%	58%	64%	67%	70%	73%
Nettoskuldsättningsgrad	3%	6%	-1%	-11%	-24%	-34%
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	0,0x	-0,3x	-0,9x	-1,5x

Aktiedata

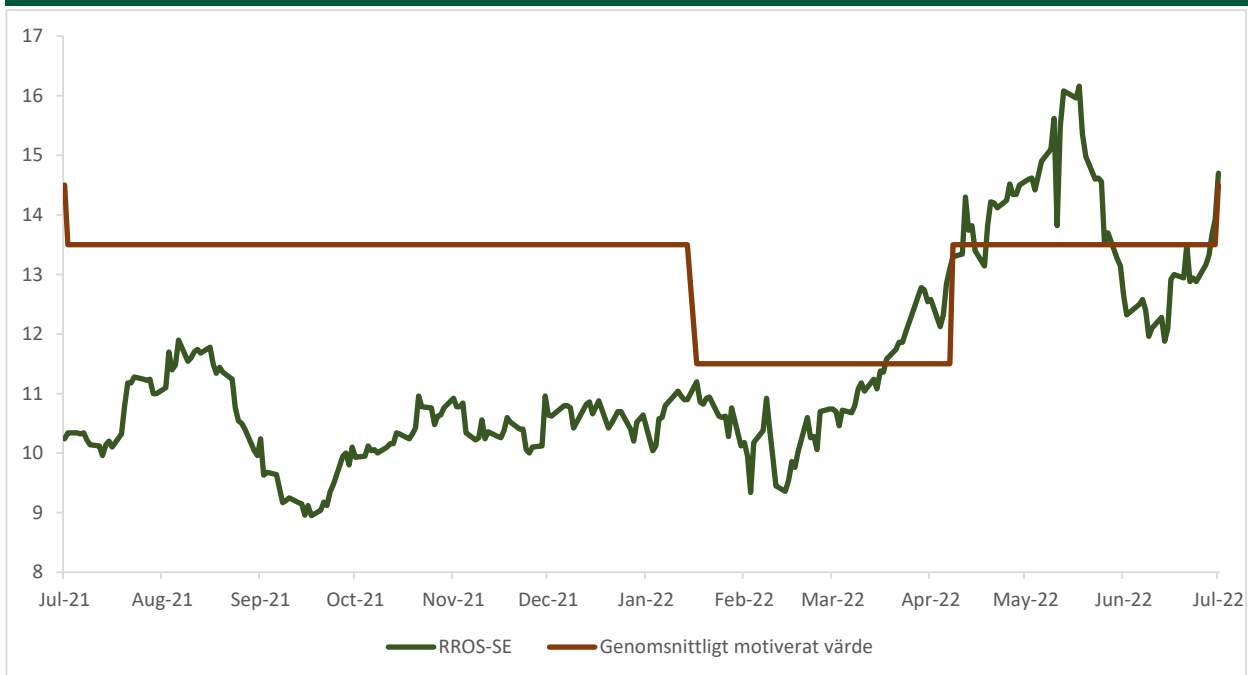
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	1,27	-0,33	1,30	2,86	2,32	2,00
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	2,86	2,32	2,00
FCF per aktie	2,31	-0,10	1,07	1,88	2,64	2,41
Utdelning per aktie	0,00	0,00	1,05	0,60	0,60	0,60
Eget kapital per aktie	9,0	8,5	10,0	12,3	14,0	15,4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	152,6	152,6	152,6	152,6	152,6	152,6

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	9,0x	neg	8,0x	5,1x	6,3x	7,4x
P/EK	1,3x	1,0x	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x
P/FCF	4,9x	neg	9,8x	7,8x	5,6x	6,1x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	10,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	81%	21%	26%	30%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	4,7x	17,2x	4,1x	3,0x	3,0x	2,8x
EV/EBIT, justerat	6,6x	neg	5,9x	3,7x	3,8x	3,7x
Aktiekurs, årets slut	11,4	8,2	10,4	14,7	14,7	14,7
EV, årets slut	1 774	1 324	1 574	2 031	1 720	1 444

Källa: Rottneros, EPB

Aktiekurs och motiverat värde



Källa: FactSet, 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 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