



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Sverige | 26 Augusti 2022

SaveLend Group

Visar styrka i orolig marknad

Stark tillväxt


Omsättningen i Q2'22 uppgick till 35 mkr (21) vilket innebär en tillväxt om 66% varav 29% var organisk tillväxt. Den höga organiska tillväxten drevs av rekord både i sparkapital på plattformen samt nytt rekord i antal skickade fakturor (justerat för engångsfakturor). Den bruttomarginalen uppgick till 84% vilket är något lägre än tidigare, men i linje med målet.

Ökat kapital på sparplattformen

Trots det oroliga världsläget med osäkerhet kring inflation, pandemin och krig fortsätter kapitalet på sparplattformen att öka, och uppgår nu till historiskt höga 876 mkr (373 mkr). Detta är en ökning med 193% y/y och 84% q/q vilken främst är drivet av privatinvestorer. Tillväxten drevs av både nya och befintliga kunder, totalt anslöt 1 245 nya investerare, och tillväxten i kapital hos befintliga kunder fortsatte.

Förändrad värderingsansats samt motiverat värde

Vi byter värderingsansats från en multipelvärdering på hela SaveLend Group till en SOTP värdering. Vi anser att en SOTP tydliggör skillnaden i verksamheterna samt återspeglar värdet av dem. SaveLend fortsätter att visa god tillväxt samt är välinvesterade för fortsatt expansion. Med anledning av ovan nämnda anledningar höjer vi vårt motiverade värde från 10,5–11,0 kr till 11,0–11,4 kr per aktie.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk			
Q3-rapport	16 nov 2022		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	11.0 - 11.4	
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	94	149	200	253	Aktiekurs	SEK8.3	
		Tillväxt	67%	59%	34%	27%	Riskenivå	Medium	
		EBITDA, mkr	(17.8)	(10.1)	8.9	37	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 		
		EBIT, mkr	(28)	(28)	(8)	21			
		EPS, justerad	(0.6)	(0.6)	(0.2)	0.4			
		EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%			
		EK/aktie	1.5	1.7	1.6	2.0			
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0			
		EBIT-marginal	(0.3)%	(0.2)%	(0.0)%	0.1%			
		ROE (%)	(0.4)%	(0.3)%	(0.1)%	0.2%			
		ROCE	(0.6)%	(0.3)%	(0.1)%	0.3%			
		EV/Sales	4.6x	2.9x	2.2x	1.7x			
		EV/EBITDA	(24.5)x	(43.1)x	48.9x	11.7x			
		EV/EBIT	(15.7)x	(15.6)x	(55.4)x	20.8x			
		P/E, justerad	(13.9)x	(15.2)x	(51.1)x	21.4x			
		P/EK	5.4x	4.8x	5.3x	4.3x			
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
		FCF yield	NA%	NA%	NA%	NA%			
		Nettosk./EBITDA	0.8g	(0.6)g	0.8g	(0.6)g			

hugo.lisjo@penser.se



Sammanfattning

Visar styrka i orolig marknad

Investment Case

SaveLend Group har två kärnverksamheter, sparplattformen och fakturerings tjänster. Sparplattformen, som kopplar samman kreditgivare med kredittagare, är en robust affärsidé, som för bankerna fungerat i sekler. Man kan se sparplattformens verksamhet som en form av decentraliserad bank. Idag är SaveLend en av de ledande aktörerna i att flytta inaktivt kapital på sparkonton till att investeras i krediter med högre avkastning. Vi ser att SaveLend, tack vare: plattformens inbyggda funktionalitet, enkelheten i sparandet och lägre risk relativt övriga kreditinvesteringar kommer att fortsätta vara marknadsledande även framöver.

Med plattformens inbyggda funktionalitet investerar spararen automatiskt i en korg av många olika krediter, en investering på 50 000 kr innebär ungefär en investering i 300 olika krediter, vilket minskar risken för kapitalförluster hos investeraren. Vi ser att enkelheten i detta sparande, som med låg risk relativt andra kreditinvesteringar, levererar en avkastning långt över sparkonton, kommer att vara fortsatt attraktivt under lång tid framöver.

Effektivisering och kostnadsbesparingar är en trend som alltid varit och som alltid kommer att aktuell. Fakturatjänster, vilka Billecta erbjuder, är en efterfrågad tjänst som är kostnadseffektiv för kunden. Billecta har ytterligare utvecklat sin automatiska fakturaplattform så att den klarar ett större flöde av fakturor utan att det krävs manuell handpåläggning.

Bolagsprofil

SaveLend Group är en koncern som består av bolag inom sektorerna sparplattform och kreditförmedling samt fakturerings och inkassoverksamhet. Koncernens kreditförmedling består av dotterbolagen SBL Finans, Svensk KreditFörmedling (SKF) samt Fixura. Bakom fakturerings och inkassoverksamheten står Billecta.

SaveLend har utvecklat en sparplattform för kreditförmedling. På plattformen får kreditgivare, d.v.s. investerare, möjligheten att investera i olika typer av krediter. Plattformen har inbyggd funktionalitet som "SmartInvest", vilken automatiskt hjälper investerare med optimal riskspridning i olika krediter, och inom olika segment. Kredittagarna finner vi främst inom fastighet, konsument, företagslån samt fakturaköp. SaveLend är en ren sparplattform och tar ingen kreditrisk i egen bok.

Svensk KreditFörmedling (SKF) är en kreditförmedlare som SaveLend förvärvade under början av 2022. SKF är specialiserade på fastighetsbranschen och kopplar samman spararna på SaveLends sparplattform med olika fastighetskrediter. Fixura är ett finskt bolag som SaveLend förvärvade under slutet av 2021. Fixura har utvecklat en sparplattform för krediter, likt SaveLend, för den finska marknaden. Fixura ingår nu under varumärket SaveLend och investerarna har slussats över till moderbolagets plattform.

Billecta är koncernens fakturerings- och inkassobolag. Faktureringen sköts mer eller mindre helt automatiskt med bolagets utvecklade mjukvara. Tack vare SaveLends sparplattform kan Billecta, utöver fakturaservice, erbjuda sina kunder fakturaköp. Utöver fakturerings arbetar Billecta även med en inkassoverksamhet vilken också levererar krediter till SaveLends investerare.

Värdering

Vi har valt att byta värderingsansats till en Sum Of the Parts, SOTP, värdering. Detta då vi anser att det är en distinkt skillnad mellan segmenten och för att en SOTP tydliggör värdet av bolagets olika delar. Vi har valt att applicera EV/Sales multipel på våra estimat för 2024. För sparplattformen, SaveLend, har vi valt



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Sverige | 26 Augusti 2022

Sammanfattning

Visar styrka i orolig marknad

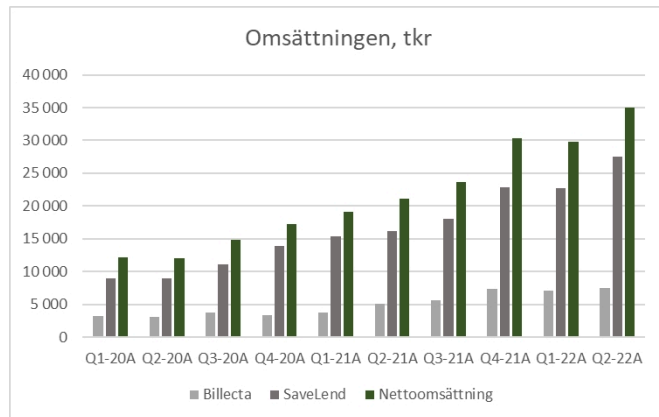
att jämföra med en grupp andra sparplattformar och för faktureringsdelen, Billecta, är gruppen SaaS-bolag. Vi nuvärdesberäknar sedan dessa värden med diskonteringsränta på 13%. Med denna beräkning får vi ett motiverat värde på SaveLend om 8,3 kr och för Billecta om 2,9 kr vilket ger ett totalt värde om 11,2 kr för koncernen.

Motiverat värde

11,0 - 11,4 kr

Kvartalet i detalj

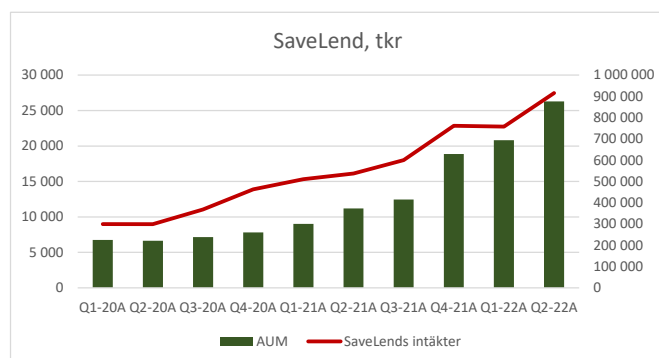
SaveLend levererade en fortsatt stark tillväxt under det andra kvartalet, drivet av tillväxt i alla segment. För att förenkla det har vi valt att dela upp det; intäkterna från sparplattformen benämns SaveLend och intäkterna från faktura- och inkassoverksamheten benämns Billecta. Både SaveLend och Billecta slog nya omsättningsrekord, samt nytt rekord i kapital på plattformen, AUM, och nytt högsta antal fakturatransaktioner.



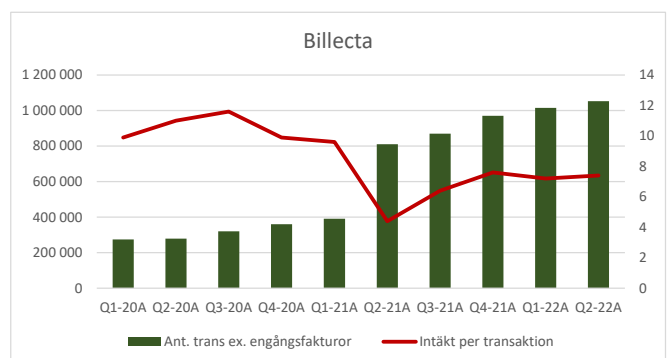
Källa: EPB, SaveLend

I SaveLend växte AUM snabbare än intäkterna, detta för att det finns en viss fördröjning mellan insatt kapital och intäktsgenerering för SaveLend. Denna fördröjning kommer att fortsätta då det alltid finns en viss fördröjning mellan insatt kapital och resultaträkningen.

Billecta uppvisar nytt rekord i antal fakturatransaktioner, justerat för engångsfakturor, och ökar samtidigt intäkten per faktura något från föregående kvartal. Uppdateringen av fakturaplattformen är nu slutförd, och testad, vilket innebär att den klarar högre volymer utan ytterligare handpåläggning framöver.

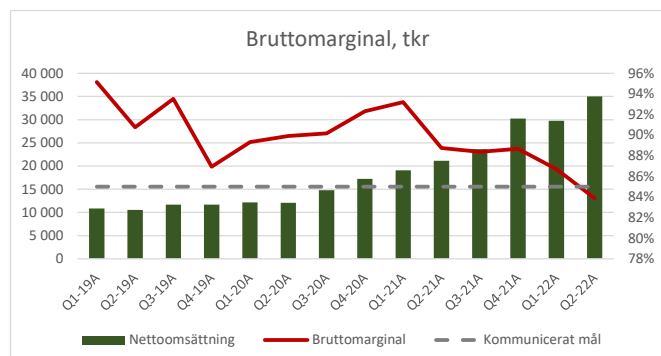


Källa: EPB, SaveLend



Källa: EPB, SaveLend

Bruttomarginalen detta kvartal var något lägre än tidigare kvartal, men i linje med det kommunicerade målet om 85%. Den lägre marginalen drevs av högre provisionskostnader än tidigare kvartal. Bruttomarginalen varierar normalt sett beroende på vilket segment som växer snabbast.



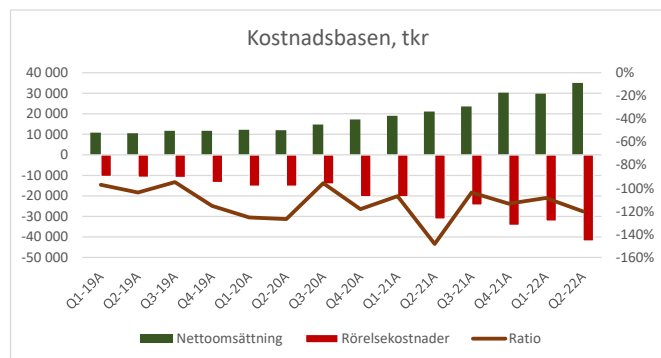
Källa: EPB, SaveLend

Även rörelsekostnaderna ökade ganska markant under kvartalet, främst drivet av marknadsförings- och personalkostnader. Under kvartalet var marknadsföringskostnaderna 39% av omsättningen, vilket är över bolagets kommunicerade mål om 30%.

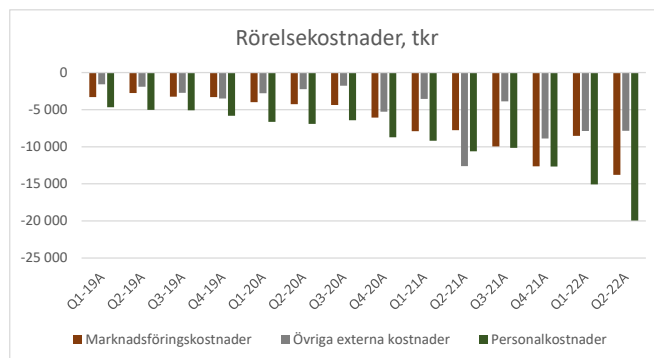
Marknadsföringskostnaderna är främst kopplade till SaveLend. Bolaget ser normalt en återbetalningstid på 2-3 månader från genomförda marknadsföringsinsatser. Vi räknar därför med att denna satsning kommer att generera ökade intäkter under Q3 och Q4.

Vad gäller personalkostnaderna ökade de av flera anledningar. Den första är att bolaget har rekryterat personal under de senaste kvartalerna, och räknar med att antalet anställda inte ska behöva öka i närtid. Bolaget har i och med dessa rekryteringar säkrat kapacitet för fortsatt tillväxt. Den andra anledningen är att uppdateringen av Billectas plattform nu är slutförd. Färdigställandet innebär att konsultkostnader kopplade till utvecklingen nu kommer att minska. Som en följd av detta räknar vi med att personalkostnaderna, under 2022, toppade under det andra kvartalet.

Summan av kostnadsökningen är att SaveLend gjort stora investeringar i sin mjukvara samt rekryterat för att klara av den fortsatta expansionsresan. Med de stora investeringarna genomförda räknar vi med att SaveLend inte kommer att investera lika mycket under H2 och därmed når positivt EBITDA redan under 2022.



Källa: EPB, SaveLend



Källa: EPB, SaveLend

Under kvartalet skedde det ytterligare ett antal händelser. Bland annat annonserades ett avtal med den tyska kreditspecialisten nordIX vilka ämnar investera minst 50 mkr i plattformen. Pengarna påverkar inte AUM under Q2 utan det förväntas investeras ca 60% under Q3 och resterande 40% under Q4. Att nordIX valt att investera i SaveLends plattform, efter en noga genomförd due diligence, ser vi som ett tecken på att sparplattformens erbjudande är robust.

SaveLend har de senaste åren genomfört flera förvärv. Migreringen av investerare från Fixura, en finsk sparplattform som förvärvades under slutet av 2021, till SaveLend är nu i slutskedet, och förmedling av nya krediter kan återupptas.

Med förvärvet av Fixura erbjuds investerare på SeveLends sparplattform numera krediter i Euro. Att kunna erbjuda krediter i Euro underlättar framtida tillväxt i Europa.

Strax efter kvartalets utgång lämnade SaveLend in en ansökan om att få etablera och förvalta en Alternativ InvesteringsFond, AIF. En av tankarna bakom AIF:en är att flytta över inkassoportföljerna från balansräkningen till fonden. På detta sätt minskar bolagets egen kreditrisk och balansräkningen blir lättare, med detta blir SaveLend ett mer renodlat tech-bolag.

Bolaget upprepade sin guidance om att nå positivt kassaflöde under 2022. Vi delar denna syn då vi räknar med fortsatt tillväxt och att rörelsekostnaderna inte kommer att stiga nämnvärt under återstående kvartal.

Värdering

Vi har valt att byta värderingsmetod till en SOTP värdering mot tidigare multipelvärdering för hela gruppen. Vi anser att detta tydligare lyfter fram bolagets värden. Vi väljer att använda EV/Sales multipel på våra försäljningsprognoser för 2024.

Vi har valt att jämföra SaveLend med Avanza och Nordnet, då vi anser att dessa har liknande huvudverksamhet, sparande på den egna sparplattformen. Alla tre bolagen riktar sig mot samma målgrupp, men med ett par väsentliga skillnader; Avanza och Nordnet behöver inte själva finna en motpart till det investerade kapitalet, dessutom har Avanza och Nordnet ett långt trackrecord samt starka varumärken. Därmed är en rabatt motiverad på Avanza och Nordnets multiplar, som idag uppgår till EV/S 7,8x på 2023.

Till följd av ovan nämnda skillnader, samt att SaveLend ännu inte är lönsamt och marknadens ökade riskpremie för mindre bolag, har vi valt att sätta en rabatt på 60% mot Avanza och Nordnet. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 3,1x för SaveLend. Diskonterar vi sedan tillbaka detta med en WACC på 13% får vi ett motiverat värde på 8,3 kr per aktie.

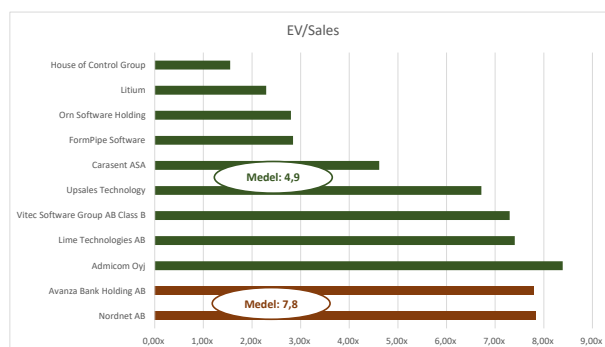
		SaveLend sales mkr, 2024				
		179	189	199	209	219
EV/Sales	2,5	6,1	6,4	6,7	7,1	7,4
	2,8	6,8	7,2	7,5	7,9	8,3
	3,1	7,5	7,9	8,3	8,7	9,2
	3,4	8,2	8,7	9,1	9,6	10,0
	3,7	8,9	9,4	9,9	10,4	10,9

Källa: EPB

För Billecta, vars verksamhet sköts mer eller mindre automatiskt med bolagets egen mjukvara, anser vi att detta segment bör värderas som SaaS-bolag. I denna jämförelsegrupp har vi främst valt mindre nordiska SaaS-bolag, se bild nedan för urval. Dessa handlar idag i snitt till EV/Sales 4,9x för 2023. Vi väljer att sätta en multipelrabatt på 20% mot peers då marknaden höjt riskpremien för mindre bolag. Med bakgrund av detta sätter vi en EV/Sales-multipel på 3,9x på våra 2024e omsättningsprognoser och diskonterar med 13% WACC så får vi ett motiverat värde på 2,9kr per aktie.

		Billecta sales mkr, 2024				
		49	52	54	57	60
EV/Sales	3,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7
	3,6	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9
	3,9	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1
	4,2	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4
	4,5	3,0	3,1	3,3	3,5	3,6

Källa: EPB



Källa: EPB, Factset

Vi höjer därmed vårt motiverade värde från 10,5–11,0 kr per aktie till mellan 11,0 - 11,4 kr per aktie. Vi ser att SaveLend har fortsatt bevisa sin tillväxt samt har de stora investeringarna bakom sig. Till följd av detta räknar vi med att SaveLend nu når lönsamhet, EBITDA, tidigare än vi initialt förväntat oss.

	Omsättning 2024e	Peers multipel	Rabatt	Multipel	WACC	Motiverat värde
SaveLend	198 815	7,8	60%	3,1	13%	8,3
Billecta	54 380	4,9	20%	3,9	13%	2,9
Totalt						11,2

Källa: EPB, Factset

DCF

I bilden nedan visas DCF:en utefter vår prognostiserade utveckling. DCF:en stödjer vårt motiverade värde, men ligger inte till grund för vårt motiverade värde.

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis							
Sum of PV of FCF (explicit period)	322 374			Risk free nominal rate	2.5%	WACC	12.0%	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	277 420			Risk premium	5.5%			2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
Enterprise value	599 794			Extra risk premium	5.0%			12.3	12.8	13.3	13.8	14.5	
Latest net debt	5 325			Beta	1.0			12.5	11.5	11.9	12.4	12.8	
Minority interests & other	0			Cost of equity	13.0%			13.0%	10.8	11.1	11.5	11.9	
Equity value	594 469			Cost of debt (pre-tax)	6.0%			13.5%	10.1	10.4	10.8	11.1	
No. of shares outstanding (thousand)	51 601			Tax rate	21%	14.0%	9.5	9.8	10.1	10.4			
Equity value per share (SEK)	11.5			Target debt/(debt + equity)	0%								
				WACC	13.0%								
Implicit multipl.				Terminal value assumptions		WACC	12.0%	Long-term EBIT margin					
EV/Sales	2021	2022	2023	Long term growth rate	3.0%			15.0%	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%	
EV/EBITDA	4.4	4.0	3.0	Long term EBIT margin	20.0%			10.5	11.9	13.3	14.7	16.1	
EV/EBITDA	-33.7	-59.3	67.4	Depreciation (% of sales)	2.0%			12.5%	9.8	11.1	12.4	13.6	
EV/EBIT	-21.6	-21.4	-76.3	Capex (% of sales)	5.0%			13.0%	9.1	10.3	11.5	12.7	
EV/NOPLAT	-27.2	-27.0	-96.0	Working cap. (% of sales)	-1.0%			13.5%	8.6	9.7	10.8	11.9	
P/E				Tax rate	20.6%	14.0%	8.1	9.1	10.1	11.1			
ROIC/WACC													
Current Share price			8.37										

Resultaträkning

(mkr)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	56	94	149	200	253	317
<i>Tillväxt</i>	26%	67%	59%	34%	27%	25%
Övriga rörelseintäkter	0	0	1	0	0	0
Provisionskostnader	-5	-10	-21	-29	-38	-46
Bruttoresultat	51	85	129	171	216	270
<i>Brutto-marginal</i>	91%	90%	86%	85%	85%	85%
Marknadsföringskostnader	-19	-38	-48	-64	-71	-73
Övriga externa kostnader	-12	-29	-31	-33	-34	-35
Personalkostnader	-29	-43	-71	-76	-84	-93
Aktiverat arbete för egen räkning	7	8	13	13	13	13
Övriga rörelsekostnader	-1	0	-1	-2	-2	-3
Kreditförluster	-5	-1	-1	-1	0	0
EBITDA	-7	-18	-10	9	37	79
<i>EBITDA-marginal</i>	-13%	-19%	-7%	4%	15%	25%
Avskrivningar	-7	-10	-18	-17	-16	-17
EBIT	-14	-28	-28	-8	21	62
<i>EBIT-marginal</i>	-25%	-29%	-19%	-4%	8%	20%
Finansiella intäkter	0	0	1	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-1	-2	-3
Resultat före skatt	-15	-29	-28	-9	19	60
Skatter	1	1	1	1	1	1
Nettoresultat	-14	-29	-27	-8	20	60

Källa: EPB, SaveLend

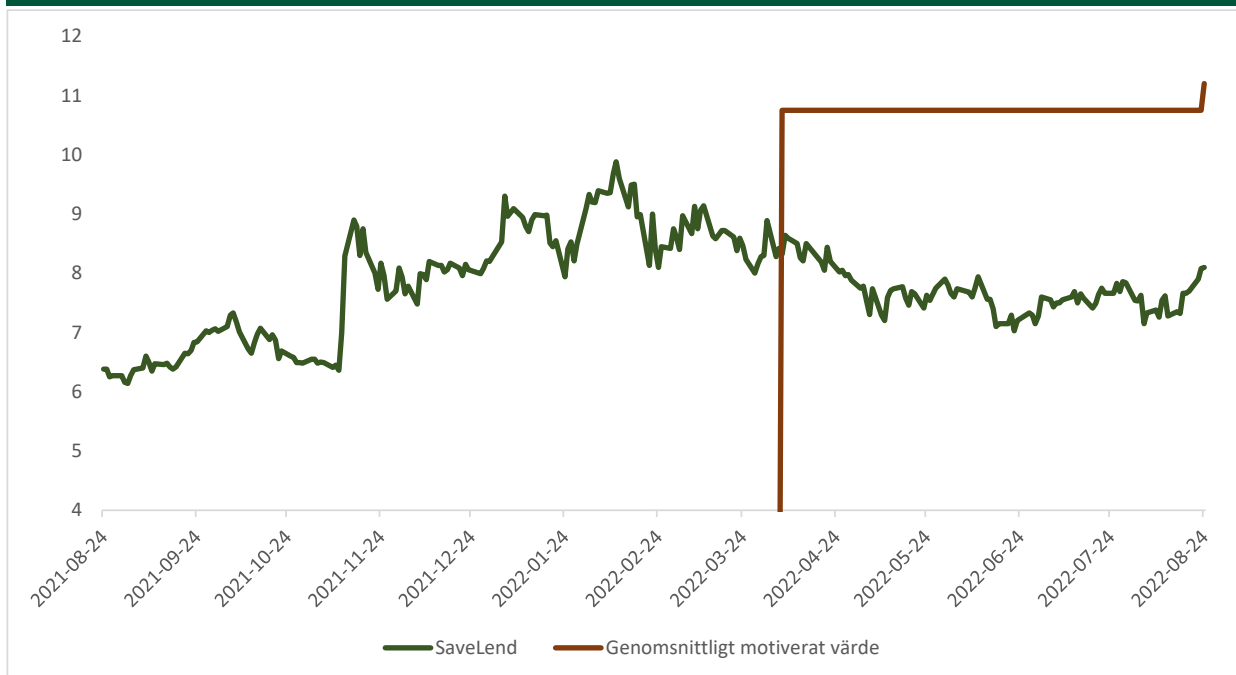
Balansräkning						
(mkr)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR						
Immateriella anläggningstillgångar	58	99	139	137	136	134
Materiella anläggningstillgångar	2	4	4	4	4	3
Finansiella anläggningstillgångar	16	46	52	57	63	69
Övriga anläggningstillgångar	0	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	75	150	197	200	204	208
Kortfristiga fordringar	18	22	30	38	45	55
Klientmedel	27	98	119	141	181	234
Likvida medel	4	23	16	16	46	84
Summa omsättningstillgångar	48	144	166	194	272	372
SUMMA TILLGÅNGAR	124	294	362	394	476	581
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	40	80	89	80	98	123
Summa eget kapital	40	80	89	80	98	123
Långfristiga skulder	26	68	92	100	109	119
Kortfristiga skulder	57	146	182	214	269	339
Summa skulder	83	214	274	314	378	457
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	124	294	362	394	476	581

Källa: EPB, SaveLend

Kassaflöde						
(mkr)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Kassaflöde från löpande verksamheten	-8	-19	-11	9	34	68
Förändringar av rörelsekapitalet	-5	-3	4	4	7	7
Rörelsens kassaflöde	-13	-22	-7	12	41	75
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-18	-59	-36	-20	-21	-21
Fritt kassaflöde	-31	-81	-43	-8	20	54
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	25	100	37	8	9	-16
Valuta differens	0	0	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	-6	19	-7	0	30	38

Källa: EPB, SaveLend

Motiverat värde vs kurs



Källa: EPB, Factset

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

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

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