



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Real Estate Management &amp; Development | Sweden | 31 October 2022

# Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

## Presenterar planer att renodla bolaget

### Fortsätter att leverera ifrån kärnverksamheten

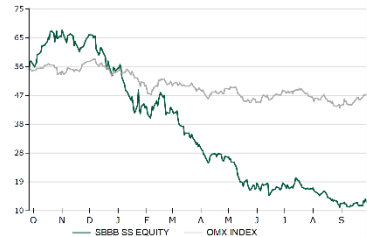
Hyresintäkterna i kvartalet uppgick till 1 888 mkr, vilket var i linje med marknadens estimat. Siffran motsvarar en tillväxt om 32% y/y och en tillväxt i jämförbart bestånd med 3,7%. Driftsnettot uppgick till 1 333 mkr, vilket var en tillväxt om 37%. EPRA-NAV uppgick till 40,1 kr, vilket motsvarar en nedgång med ca 10%. Bolaget befinner sig i slutfasen att avyttra fastigheter för 9 mdkr. Vi bedömer att bolaget kommer att ha ett positivt kassaflöde från avyttringar om 10-12 mdkr i Q4. Detta kassaflöde kommer att användas för att minska nettoskulden. I samband med rapporten meddelade bolaget även att man ämnar paketera och dela ut sina bostadsfastigheter till aktieägarna. Det nya bolaget skulle få ett fastighetsvärde om ca 18 mdkr.

### Avyttringar och makrosituationen påverkar estimat

Vi justerar våra helårsestimat för hyresintäkter med -4% kommande år. Vi bedömer att kommande indexjusteringar av hyror kommer att kompensera för en stor del av de avyttringar som kommer att genomföras. I våra nuvarande prognoser har vi räknat med att SBB behåller bostadsportföljen. Vi kommer att justera för denna avyttring när aktierna delas ut. Då vi ser ett fortsatt osäkert klimat på räntemarknaden höjer vi våra antaganden för snittränta kommande år, vilket gör att vi sänker våra estimat för förvaltningsresultat med ca 12% under åren 23-24. Vi ligger något under bolagets presenterade intjäningsförmåga på denna siffra då vi är konservativa i beräkning av JV resultat.

### Justerar motiverat värde

Givet det osäkra klimatet på finansieringsmarknaden sänker vi vårt motiverade värde för bolaget till 27-29 kr från tidigare 44-46 kr.

Change in estimates (SEK)		Forecast (SEK m)			Value and risk														
Se sida 3		22e	23e	24e	Fair value	SEK 27 - 29													
		Rental Income	7 539	7 874	8 197	Share price	SEK 12,7												
		Rental growth	28%	4%	4%	Risk level	Low												
		NOI	5 182	5 717	5 982	<div>Price Performance 12 months</div> 													
		NOI margin	69%	73%	73%														
		PPM	1 651	4 108	3 896														
		PPM growth	28%	10%	5%														
		NAV per share	39,8	44,5	45,7	<div>Conflicts of interest</div> <table><thead><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr></thead><tbody><tr><td>Liquidity provider</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transactions 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></tbody></table>			Yes	No	Liquidity provider		✓	Certified adviser		✓	Transactions 12m		✓
	Yes	No																	
Liquidity provider		✓																	
Certified adviser		✓																	
Transactions 12m		✓																	
		NAV growth	-20%	12%	3%														
		CEPS	1,3	2,2	2,0														
		CEPS growth	-21%	70%	-7%														
		P/Profit from	11,2x	4,5x	4,7x														
		P/CEPS	9,9x	5,8x	6,3x														
		P/NAV	0,3x	0,3x	0,3x														
		Implicit yield	31,9%	28,5%	27,8%														
		ROE	Neg.	4,3%	4,0%														
		Dividend per share	1,3	1,3	1,3														
		DPS growth	0%	-2%	-2%														

Upcoming events	
Q4 - report	23 February 2023

Company facts (SEK m)	
Number of shares	1 451
Market capitalization	18 422
Net debt	82 575
EV	100 998
Free float	76%
Daily trading volume, average	24 440 (k)

Analyst

Rikard Engberg  
rikard.engberg@penser.se

### Upcoming events

Q4 - report 23 February 2023

### Company facts (SEK m)

Number of shares 1 451  
Market capitalization 18 422  
Net debt 82 575  
EV 100 998  
Free float 76%  
Daily trading volume, average 24 440 (k)

### Analyst

Rikard Engberg  
rikard.engberg@penser.se

## Investment case

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa objekt är samhällsfastigheter i Norden och bostadsfastigheter i Sverige. Bolaget har historiskt visat en imponerande tillväxt i NAV och förvaltningsresultat. Vi ser även potential för utveckling av bolagets bostadsportfölj som i dagsläget utgörs av ca 70 000 lägenheter.

### Stabil intäktsström

Bostäder och samhällsfastigheter kännetecknas av stabila kassaflöden med långa kontrakt. Hyreskontrakten för samhällsfastigheterna i portföljen har en genomsnittlig kontraktstid på 11 år. Båda fastighetstyperna är dessutom mindre konjunkturkänsliga än kontor och handel.

Samhällsfastigheter har seglat upp som en favorit hos många institutionella investerare. Detta på grund av deras stabila kassaflöden och låga risk. Vi tror att SBB kan bli ett intressant alternativ för många institutioner som vill öka sin exponering inom den här sektorn. I synnerhet när bolaget kommer bli mer renodlat genom en utdelning av en bostadsportfölj om 18 mdkr.

SBB är en av de största ägarna av bostadsbyggrätter i Norden då man i dagsläget har en projektportfölj om ca 71 500 lägenheter. Denna portfölj är i dagsläget upptagen till ca 4 800 mkr i balansräkningen eller ca 1 440 kr per kvadratmeter. Vi bedömer att marknadspriset på dessa vara minst 6-8 000 kronor per kvadratmeter vilket motsvarar ett övervärde om ca 21 600 mkr eller cirka 15 kr per stamaktie. Vi bedömer att SBB kommer driva detaljplan och utveckla dessa byggrätter över tid, vilket kommer generera ett starkt kassaflöde. Bolaget kan fortsätta den inslagna strategin att minska skuldsättning genom att avyttra delar av dessa. I dagsläget har vi sett ett antal byggrättstransaktioner i närtid som stödjer en värdering långt över bokförda värden för SBB.

### Värdering

Givet det osäkra klimatet på finansieringsmarknaden sänker vi vårt motiverade värde för bolaget till 27-29 kr från tidigare 44-46 kr. I vårt motiverade ligger en värdering på 5 kr på det nya bolaget som ska delas ut. Givet styrelsen uttalande om att utdelningen ska ligga kvar på nuvarande nivåer ser vi en återbetalning till aktieägarna på ca 46% baserat på dagens kurs. Vi bedömer att fastighetsbolag kommande år kommer att handlas till en rabatt emot NAV som är väsentligt högre än det historiska snittvärderingarna kring par. SBBs NAV efter utdelningen bör således vara kring 35 kr. Vi applicerar således en rabatt om 20% på nuvarande NAV.

Vi bedömer att klimatet på obligationsmarknaden måste börja tina upp innan fastighetsaktier kan börja röra sig emot substansvärden. Vi bedömer de åtgärder som SBB tagit för att säkra sin långsiktiga finansiering är tillräckliga på kort sikt. Givet våra estimat om kassaflödena och bolagets giva prognoser ser vi att utdelning på nuvarande nivåer kan ur ett kassaflödesperspektiv försvaras, dock finns det andra aspekter som kan påverka ett beslut om denna. Vi ser positivt på renodlingen och bedömer att den kommer att kunna synliggöra värden på kort sikt för bolaget.

## Kvartalet i detalj

Hysesintäkterna i kvartalet uppgick till 1 888 mkr vilket var i linje med marknadens estimat. Siffran motsvarar en tillväxt om 32% y/y och motsvarar en tillväxt i jämförbart bestånd med 3,7%. Driftsnettot uppgick till 1 333 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 37%. EPRA-NAV uppgick till 40,1 kr vilket motsvarar en nedgång med ca 10%.

Resultatet före skatt i kvartalet uppgick till -2 566 mkr. I detta resultat inkluderas en nedvärdering av fastighetsbeståndet med 2 507 mkr. SBB gör även nedrevidering av aktieinnehavet i JM med 500 mkr.

Under kvartalet har fokus för SBB varit att konsolidera bolagets fastighetsportfölj för att stärka sin finansiella ställning genom avyttringar av fastigheter. Följande transaktioner har gjorts:

- Fastigheter till ett värde av 9,3 mdkr har avyttrats till ett varierat antal motparter. Vi bedömer att avyttringarna kommer att stärka den finansiella ställningen
- 25% av aktierna i Solon Holding har sålts till Norska OBOS. Köpeskillingen uppgick till NOK 818m. Solon Holding äger bolaget Solon Eendom
- En avsiktsförklaring om att sälja fastigheter till ett värde om 9 mdkr har tecknats. Frånträde sker i oktober 2022. Vi bedömer att likviden kommer att användas till att reducera skuld.

### Estimat förändringar

Vi justerar våra helårsestimat för hyresintäkter med -4% kommande år. Vi bedömer att kommande indexjusteringar av hyror kommer att kompensera för en stor del av del av de avyttringar som kommer att ske. I våra nuvarande prognoser har vi räknat med att SBB behåller bostadsportföljen. Vi kommer att justera för denna avyttring när aktierna delas ut. För att justera för stigande finansieringskostnader sänker vi våra estimat för förvaltningsresultat med i snitt 13% kommande år. Vi ligger något under bolagets intjäningsförmåga i våra estimat, då vi är konservativa i beräkningen av intäkter ifrån intressebolag samt har en lite mer aggressiv prognos gällande stigande finansieringskostnader. Baserat på de värdeminskningar vi sett under Q3 och de stigande finansieringskostnaderna sänker vi våra estimat för NAV med i snitt 18% under perioden 2022-2023.

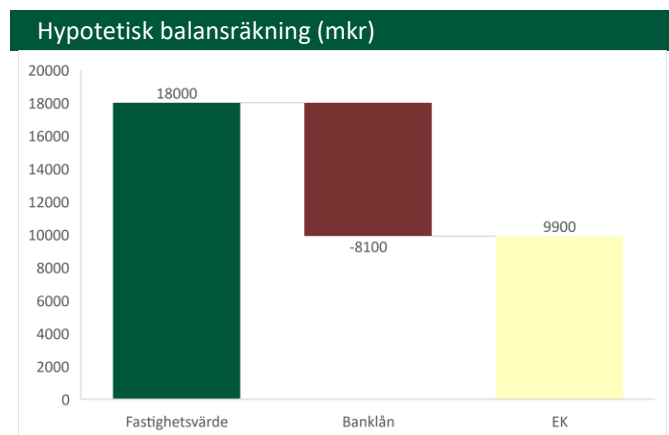
#### Estimatförändringar

	2022	2023	2024
<b>Nya estimat</b>			
<b>Hyresintäkter</b>	7538,6	7874,4	8196,6
<b>Förvaltningsresultat</b>	1650,5	3948,0	3694,9
<b>Långsiktigt substansvärde</b>	39,8	44,5	45,7
<b>Tidigare estimat</b>			
<b>Hyresintäkter</b>	7692	8216	8484
<b>Förvaltningsresultat</b>	3620	4511	4278
<b>Långsiktigt substansvärde</b>	48	53	57
<b>Förändringar %</b>			
<b>Hyresintäkter</b>	-2%	-4%	-3%
<b>Förvaltningsresultat</b>	-54%	-12%	-14%
<b>Långsiktigt substansvärde</b>	-17%	-16%	-20%

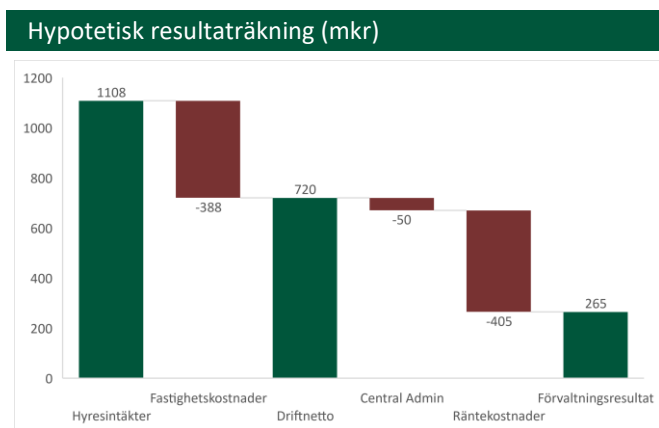
Source: epb

## Lex Asea

I samband med bolagets rapport annonserades att bolaget kommer att paketera bolagets bostadsfastigheter i ett nytt bolag och dela ut till aktieägarna under Q4. Bolaget kommer ha ett fastighetsvärde om ca 18 mdkr och kommer att ha ett LTV om ca 55%. Detta skulle ge ett eget kapital för bolaget på ca 8,1 mdkr eller 5,5 kr per stamaktie i SBB. Bolaget kommer förlita sig på bankfinansiering. Detta gör att den säkerställda belåningsgraden i moderbolaget sjunker kraftigt vilket stärker credit metrics hos rating bolagen.



Källa: EPB



Källa: EPB, antagen direktavkastning om 4%, överskottsgrad om 65% och finansieringskostnader om 5%

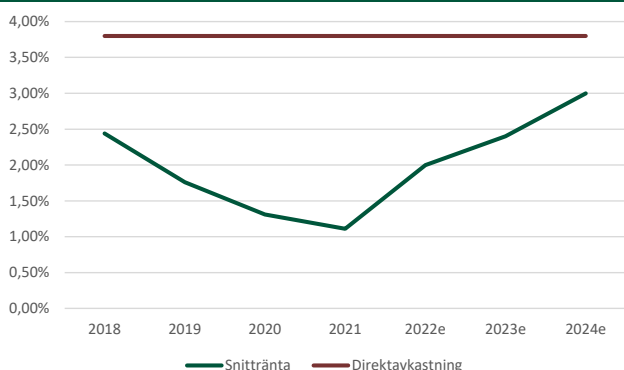
## Kommentar kring finansiering

SBB har idag en belåningsgrad, ex. hybrider, om 47% och inkl. hybrider 55%. I dagsläget handlas en stor del av bolagets obligationer rejält under par, vilket indikerar en hög refinansieringsrisk i bolaget. Vi bedömer att denna risk är överskattad. Bolaget har i dagsläget endast 20% exponering emot rörlig ränta och en genomsnittlig kapitalbindningstid om 4,1 år. För att uppskatta hur hög skuld SBB teoretiskt kan hantera har vi gjort följande uträkning baserat på intjäningsförmåga: ((Driftsnetto-Central admin)/nettoskuld)), denna kvot visar hur hög skuld som SBBs driftsnetto kan hantera, siffran uppgår till ca 5,8%. Denna siffra kommer att fortsätta stiga kommande kvartal givet att hyresintäkterna stiger med de indexklausuler som finns i hyreskontrakt.

I Q4 räknar vi med att SBB kan reducera nettoskulden med ca 10 mdkr, vilket kommer sänka den finansiella risken i bolaget. Vidare bedömer vi att nuvarande intjäningsförmåga kan hantera en betydligt högre snittränta än den i dagsläget som bolaget betalar, vilket illustreras i räkneexemplet ovan. Vi anser att många underskattar SBBs förmåga att öka sitt hyresvärde i takt eller högre än inflationen. I dagsläget är över 60% av SBBs hyreskontrakt kopplade till KPI, vilket gör att vi bedömer att hyresvärdet kan stiga under kommande år för att kompensera för stigande finansieringskostnader.

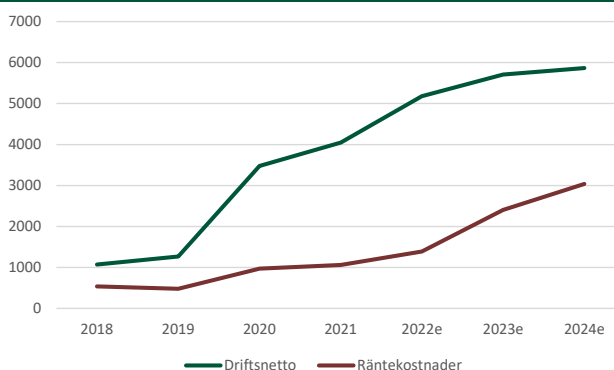
I dagsläget har bolaget en säkerställd belåningsgrad om ca 19% och kan täcka kommande års förfall om 5,2 mdkr med inestående likvida medel. Vidare har bolaget efter kvartalets utgång tecknat en kreditfacilitet om EUR 750m med en av de ledande europeiska bankerna. En risk med att bolaget ökar sin säkerställda belåningsgrad är att det kan leda till att credit metrics hos rating instituten försämrats. Detta planerar dock bolaget att delvis lösa med nedan beskrivna Lex Asea utdelning.

Snittränta/Direktavkastning fastighetsbestånd



Källa: EPB

Driftsnetto och räntekostnader



Källa: EPB

Känslighetstabell motiverat värde

X, NAV, Y P/NAV					
32	36	38	40	42	44
0,58	21,0	22,2	23,3	24,5	25,7
0,65	23,3	24,6	25,9	27,2	28,5
0,72	25,9	27,4	28,8	30,2	31,7
0,80	28,8	30,4	32,0	33,6	35,2
0,88	31,7	33,4	35,2	37,0	38,7
0,97	34,8	36,8	38,7	40,7	42,6
1,06	38,3	40,5	42,6	44,7	46,9

Source: EPB

Income statement					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
<b>Rental Income</b>	<b>1 996</b>	<b>5 121</b>	<b>5 900</b>	<b>7 539</b>	<b>7 874</b>
<b>Total revenue</b>	<b>1 996</b>	<b>5 121</b>	<b>5 900</b>	<b>7 539</b>	<b>7 874</b>
Property expenses	-731	-1 642	-1 853	-2 357	-2 157
<b>Net operating income</b>	<b>1 265</b>	<b>3 479</b>	<b>4 047</b>	<b>5 182</b>	<b>5 717</b>
Central administration expenses	-136	-224	-290	-390	-280
<b>EBITDA, adjusted</b>	<b>1 046</b>	<b>3 203</b>	<b>3 671</b>	<b>4 696</b>	<b>5 437</b>
<b>EBIT, adjusted</b>	<b>1 046</b>	<b>3 203</b>	<b>3 671</b>	<b>4 696</b>	<b>5 437</b>
<b>EBIT</b>	<b>1 046</b>	<b>3 203</b>	<b>3 671</b>	<b>4 696</b>	<b>5 437</b>
Financial items	-401	-729	1 726	-3 046	-1 329
<b>Profit before tax</b>	<b>3 137</b>	<b>10 341</b>	<b>29 474</b>	<b>-2 682</b>	<b>4 108</b>
Taxes	-34	-165	-247	-62	-84
Minority interest	0	0	4 071	2 264	2 264
<b>Net income, adjusted</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>25 849</b>	<b>-2 640</b>	<b>3 270</b>
<b>Net income</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>25 849</b>	<b>-2 640</b>	<b>3 270</b>

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Cash flow statement					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Profit from property management	645	2 474	5 397	1 651	4 108
Other cash flow-impacting items	134	-77	-2 735	2 127	-575
Changes in working capital	8 799	-9 233	1 654	0	0
<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>9 544</b>	<b>-7 001</b>	<b>4 029</b>	<b>3 584</b>	<b>3 450</b>
Other items	-6 052	-2 670	-12 525	2 047	404
<b>Cash flow from investments</b>	<b>-57 638</b>	<b>-3 783</b>	<b>-47 789</b>	<b>6 156</b>	<b>-1 596</b>
Dividends	-426	-853	-1 846	-2 804	-2 101
New share issue / repurchase	15 767	13 136	1 931	-10	0
Acquisition	6 672	12 903	20 162	15 745	0
Changes in debt	45 455	-730	39 762	0	0
<b>Cash flow from financing activity</b>	<b>12 702</b>	<b>769</b>	<b>-3 913</b>	<b>6 926</b>	<b>-246</b>
<b>Net debt</b>	<b>37 693</b>	<b>36 856</b>	<b>67 575</b>	<b>81 914</b>	<b>82 575</b>

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Balance sheet					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
<b>ASSETS</b>					
Goodwill	6 687	6 319	6 066	5 874	5 874
Investment properties	79 542	90 185	149 335	143 511	145 511
Other fixed assets	21	22	48	48	48
<b>Total fixed assets</b>	<b>89 302</b>	<b>103 893</b>	<b>181 852</b>	<b>172 342</b>	<b>174 692</b>
Other current assets	53	91	219	77	77
Cash and cash equivalents	13 899	13 606	9 890	6 163	5 855
<b>Total current assets</b>	<b>14 901</b>	<b>16 338</b>	<b>12 887</b>	<b>9 467</b>	<b>9 789</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>194 739</b>	<b>181 810</b>	<b>184 481</b>
<b>EQUITY AND LIABILITIES</b>					
Equity	30 896	52 136	62 466	55 800	56 970
Minority interest	0	0	4 071	2 264	2 264
<b>Total equity</b>	<b>30 896</b>	<b>52 136</b>	<b>83 832</b>	<b>75 341</b>	<b>76 511</b>
Bank loans, long-term	22 073	11 995	21 974	32 747	32 747
Long-term lease liabilities	445	614	639	701	701
<b>Total long-term liabilities</b>	<b>52 522</b>	<b>55 731</b>	<b>85 432</b>	<b>96 157</b>	<b>96 911</b>
Bank loans, short-term	3 912	69	1 758	0	0
Accounts payable	131	117	181	350	350
Other current liabilities	10 356	3 639	11 192	7 369	7 763
<b>Total current liabilities</b>	<b>20 785</b>	<b>12 364</b>	<b>25 475</b>	<b>10 312</b>	<b>11 059</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>194 739</b>	<b>181 810</b>	<b>184 481</b>

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Growth and margins					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Rental growth	-	157%	15%	28%	4%
Vacancy rate	5%	6%	6%	4%	4%
Net operating margin	63%	68%	69%	69%	73%
EPS growth, adjusted	-	223%	161%	N.m.	224%
CEPS growth	-	289%	-1%	-21%	70%
Long-term NAV growth	-	40%	77%	-20%	12%
Equity growth	-	69%	61%	-10%	2%
Profit from property management growth	-	175%	16%	28%	10%
DPS growth	-	67%	32%	0%	-2%

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Return					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
ROE, adjusted	-	22%	38%	Neg.	4%
Yield	-	4,1%	3,4%	3,5%	4,0%
Implicit yield	114,5%	102,0%	133,5%	31,9%	28,5%

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Financial position					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Net debt	37 693	36 856	67 575	81 914	82 575
Loan-to-value	0,4x	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x
Equity ratio	30%	43%	43%	41%	41%
Net debt / equity	1,2x	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Per share data					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
P/Profit from property management per share	0,52	1,86	3,72	1,14	2,83
EPS	2,12	6,84	17,8	-1,82	2,25
EPS, adjusted	2,12	6,84	17,8	-1,82	2,25
CEPS	0,42	1,63	1,61	1,28	2,17
Dividend per share	0,60	1,00	1,32	1,32	1,29
Book value per share m	24,9	39,2	57,8	51,9	52,7
Number of shares,	1 241	1 329	1 450	1 451	1 451

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

Valuation					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
P/Profit from	44,1x	15,4x	17,8x	11,2x	4,5x
P/E, adjusted	10,8x	4,2x	3,7x	-7,0x	5,6x
P/BV	0,9x	0,7x	1,1x	0,2x	0,2x
P/NAV	1,1x	1,0x	1,3x	0,3x	0,3x
P/CEPS	54,9x	17,6x	41,2x	9,9x	5,8x
Dividend yield	2,6%	3,5%	2,0%	10,4%	10,2%
Payout ratio, adjusted	28,4%	14,6%	7,4%	-72,5%	57,2%
EV	66 162	74 945	163 884	100 336	100 998
Share price, year end	23,0	28,7	66,4	12,7	12,7

Source: Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, EPB

## Disclaimer

This publication ("the Publication") has been prepared by Erik Penser Bank AB ("the Bank") for information purposes and for general distribution, and is not intended to be advisory. The Bank is authorised to conduct banking and securities business and is regulated by Finansinspektionen (the Swedish Financial Supervisory Authority). The contents of the Publication were based on information from publicly available sources that the Bank believes to be reliable. The Bank can, however, never guarantee the accuracy or completeness of the information contained in the Publication or of any forecasts and recommendations provided.

As an aspect of preparing the Publication, the analysed company ("the Company") has verified the factual content of the Publication. The Company is, however, never able to influence the parts of the Publication that present conclusions or valuations.

Views provided in the Publication represent the analyst's own views at the time the Publication was prepared and these views may change. The Bank provides no assurance that future events will be consistent with the views expressed in the Publication. The information provided in the Publication should not be construed as advice or solicitation to execute transactions. Nor is the information directed at the individual recipient's knowledge about and experience with investments or the recipient's financial situation or investment objectives. The Publication thus does not constitute investment advice and should not be construed as such. This means that investment decisions based on the Publication are always made independently by the investor and the Bank thus disclaims any and all liability for any loss or direct or indirect injury arising from the use of this Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk, as they may both increase or decrease in value. Past performance of an investment is not a guarantee of future performance.

### Fair value and risk

The fair value reflects the value of the share on the date the research was published within a range of approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments including but not limited to discounted cash flow models, multiple valuation and sum-of-the-parts estimates.

The valuation method and approach used to determine fair value are specified in the analysis and may vary from one company to the next. Material assumptions used in the valuation are based on market data available at any given time and upon a scenario for a company's future performance that we believe to be reasonable. The valuation method should be read together with the risk classification. Regarding risk classification: The share is classified according to a High/Medium/Low scale, based on several known metrics that are relevant to the Company. A general guideline for a "low risk" classification is that the Company has positive cash flow and that no individual factor affects revenues by more than 20%. A corresponding general description of "high risk" is that the Company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects revenues by more than 50%.

For more detailed information about valuation models, click [here](#).

### General

The Publication shall not be duplicated or distributed without the Bank's consent. The Publication shall not be distributed or made available to any natural or legal person in the United States of America (except as provided in Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Canada or any other country in which distribution and availability of the contents of the Publication are restricted by law.

The Bank's Research Department is governed by organisational and administrative rules established to deter and prevent conflicts of interest and to assure the objectivity and independence of analysts. In order to deter conflicts of interest, the Bank has taken actions including preventing unauthorised spread of information, also known as "Chinese Walls". The Research Department is thus physically segregated from the Corporate Finance Department, which is also not allowed to participate in producing a publication or to express views regarding a publication. The Bank also has internal rules designed to manage any conflicts of interest among the analyst, the Company and the Bank.

It may, however, occur from time to time that the Bank performs services for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, act as an adviser to or issuing institution for the Company or as a liquidity provider for a security issued by the Company. This is disclosed in the Publication if applicable. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in the analysed company. The Bank has, however, established internal restrictions concerning employee trading in financial instruments that are the subject of analysis and has designed internal rules for employees' personal transactions that apply to analysts. All employees of the Bank are required to report all holdings of securities and all transactions. The analyst that prepared the Publication and other contributors who have knowledge of the conclusions of the analysis are not allowed to trade on their own account in the relevant financial instrument or related financial instruments.

The Bank pays salary to the analyst which may also consist of a share in the Bank's profits but is never dependent upon the financial performance of another department.

The research presented in the Publication has been performed in accordance with the terms and conditions of the "Penser Access" service that the Bank provides to the Company. [Click here](#) for more information about the service.

Unless otherwise expressly stated in the Publication, the analysis will be updated quarterly and whenever the Bank's Research Department finds it necessary due to, for example, material changes in market conditions or events related to the analysed company or financial instrument.

The Bank is remunerated by the Company for the Penser Access service.

---

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)