



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 25 januari 2023

Elanders

Börjar se tecken på förändringar av försörjningskedjorna

Fortsatt god marknad, marginalerna fortsatte expandera

Efterfrågan var generellt god under kvartalet, men skiftade från månad till månad mellan olika produktgrupper och geografiskt. Vissa industri- och fordonskunder har fortsatta störningar i produktionen och efterfrågan på konsumentnära produkter såsom TV-apparater, datorer och vitvaror är fortsatt svag. Efterfrågan på värmepumpar och annan utrustning som har med uppvärmning att göra är samtidigt stark. Överlag är efterfrågan god i Europa och Nordamerika, men har försvagats i Asien. Vi såg 5% organisk tillväxt i kvartalet med 80 punkters marginalexpansion.

Försörjningskedjorna börjar förändras – långsiktig drivkraft av tillväxten

Vi har under en längre tid haft åsikten att de globala försörjningskedjorna kommer att lokaliseras i spåren av de geopolitiska riskerna samt att komponentbristen skulle leda fram till alternativa leverantörer. Elanders börjar nu se tecken på att detta materialiseras – de börjar se tecken på att kunder börjar förändra och styra om sina inköp. Detta sker främst genom en ökad andel inköpta komponenter från mer närliggande länder. Exempel på detta är att biltillverkare köper mer komponenter från europeiska leverantörer samt att vissa datortillverkare har flaggat för att de avser sluta använda chip tillverkade i Kina från 2024.

Estimaten ner 6-8% på lägre omsättning och högre räntor

Nedstängningen av delar av vägtransportverksamheten i Tyskland samt lägre köp- och säljverksamhet i Asien kommer minska omsättningen med c.500 mkr 2023e och ytterligare c.100 mkr 2024. Med bakgrund av detta samt högre räntekostnad sänker vi våra EPS-estimat med 6-8%, men höjer samtidigt vårt motiverade värde något på grund av lägre nettoskuld. Framåtblickande multiplar har kommit ikapp vinsttrenden, men värderingen är ändå allt annat än ansträngd och vi gillar den strukturella tillväxten. Vi ser Elanders som ett av få sätt att få exponering mot förändringen av försörjningskedjorna.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	Δ%	24e	Δ%	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	205 - 215 kr	
Totala intäkter	14 997	-2,3	15 617	-3,9	Totala intäkter	14 975	14 997	15 617	16 554	Aktiekurs	172 kr
EBIT, just.	1 010	-3,4	1 105	-6,1	Intäktstillväxt	28%	0%	4%	6%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	16,9	-5,4	18,9	-8,2	EBITDA, just.	1 938	2 138	2 288	2 508	<div style="background-color: #005a8c; color: white; padding: 5px;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #005a8c; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, just.	848	1 010	1 105	1 268			
				EPS, just.	13,7	16,9	18,9	22,8			
Q1 - rapport			21 april 2023	EPS-tillväxt	46%	23%	12%	21%			
Q2 - rapport			12 juli 2023	EK/aktie	109,5	122,3	136,7	154,5			
<div style="background-color: #005a8c; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				Utdelning per aktie	4,0	4,5	5,0	5,5			
				Antal aktier			35m	EBIT-marginal	5,7%	6,7%	7,1%
Börsvärde			6 011	ROE, just.	13,5%	14,6%	14,6%	15,6%			
Nettoskuld			6 673	ROCE, just.	7,9%	8,2%	8,6%	9,4%			
EV			12 684	EV/Sales	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x			
Free float			35%	EV/EBITDA	6,5x	5,9x	5,3x	4,6x			
Daglig handelsvolym, snitt			20k	EV/EBIT	14,8x	12,6x	11,0x	9,1x			
Bloomberg Ticker			ELANB SS EQUITY	P/E, just.	11,0x	10,1x	9,0x	7,5x			
<div style="background-color: #005a8c; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				P/EK	1,4x	1,4x	1,2x	1,1x			
				Direktavkastning	2,7%	2,6%	2,9%	3,2%			
Markus Almerud				FCF yield	17%	27%	27%	30%			
markus.almerud@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	3,8x	3,1x	2,7x	2,2x			

Intressekonflikter	
	Yes No
Likviditetsgarant	✓
Certified adviser	✓
Transaktioner 12m	✓

Investment case

Elanders, med grunden i Print & Packaging Solutions, består idag till 80% av Supply Chain Solutions. Denna siffra kommer att öka ytterligare genom förvärvet av Bergen Logistics. Elanders är tydligt diversifierade i ett antal dimensioner, vilket är ett centralt tema i vår syn på bolaget och aktien och är något vi tror kommer att leda till högre multiplar på bolaget. Fokus för Elanders framöver ligger på att uppvisa stabila marginaler samt att kapitalisera på bolagets nya brohuvud, Bergen Logistics, i USA. Fortsatta förvärv i USA kan vara ett rimligt sätt att skala upp verksamheten ytterligare. Supply Chain Solutions kommer sannolikt successivt att öka ytterligare i betydelse, medan ett välskött Print & Packaging Solutions ger en bra bas. Vi ser en uppsida i Elanders, primärt drivet av en potentiell uppvärdering i marknads syn på Supply Chain Solutions.

Bolagsprofil

Elanders grundades 1908 med ett avtal om sättning och tryckning av den svenska rikstelefonkatalogen och utvecklades under 1900-talet inom tryckeri med nya teknologier inom sättning, samt på 1970-talet med datoriserad fotosättning. I slutet på 1980-talet är Elanders ett av de största katalogtryckerierna i Europa och börsnoteras i januari 1989. 2014 förvärvar Elanders det Singaporebaserade bolaget Mentor Media Ltd och tar ett stort steg in i marknaden för supply chain-tjänster. 2016 förvärvar Elanders LGI Logistics Group International GmbH en av de ledande aktörerna inom Industrial Contract Logistics i Tyskland. Bolaget består av två affärsområden. Inom Supply Chain Solutions, som motsvarar ca 80% av försäljningen, hanterar och optimerar Elanders flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, pengar och information för kundernas räkning genom alla steg i produktens livscykel, från leverantörer och tillverkare fram till slutkonsumenten. Elanders har även över 100 års erfarenhet av tryckverksamhet och erbjuder i dag renodlade, kostnadseffektiva och innovativa lösningar som tillgodoser kundernas behov, både lokalt och globalt.

Värdering

Vi värderar Elanders utifrån ett perspektiv som grundar sig på vilka multiplar som kan motiveras för respektive affärsområde. Dessa multiplar appliceras på förväntade vinster år 2023. Motiverat värde uppgår till 205-215 kr (200-210 kr).

Kvartalet i korthet

Elanders rapporterade organisk tillväxt på 5%, vilket är i linje med snittet de senaste åren (Diagram 1). Efterfrågan under kvartalet var god, men skiftade från månad till månad mellan olika kundgrupper och geografiskt. Den konsumentrelaterade efterfrågan för produkter såsom TV-apparater, datorer och vitvaror fortsatte vara svag, medan efterfrågan på värmepumpar och annan utrustning som har med uppvärmning att göra var stark. Vissa kunder inom Automotive och Industrial såg fortsatta störningar med anledning av komponent och råvarubrist. Generellt är efterfrågan från kunder i Europa och Nordamerika god, medan en försvagning ses i Asien.

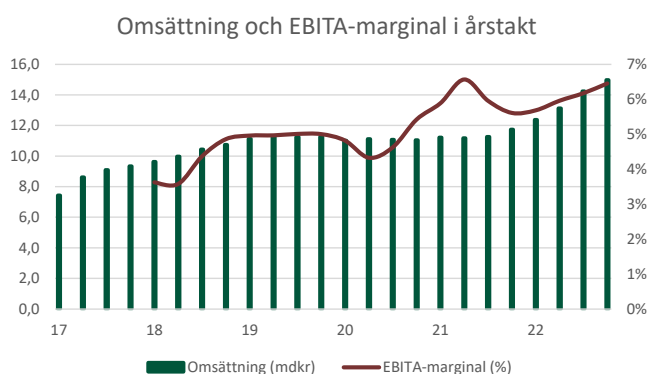
Marginalen fortsätter expandera och närmar sig målet på 7% (Diagram 2). Mindre sälj- och köpaffärer i Asien samt omstruktureringen i Tyskland där delar av vägtransportverksamheten kommer avvecklas, kommer påverka marginalerna positivt, även om det kommer påverka omsättningen negativt med cirka 500 mkr under 2023.

Diagram 1: Organisk tillväxt taktar på 4-6%



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Marginalen fortsätter expandera



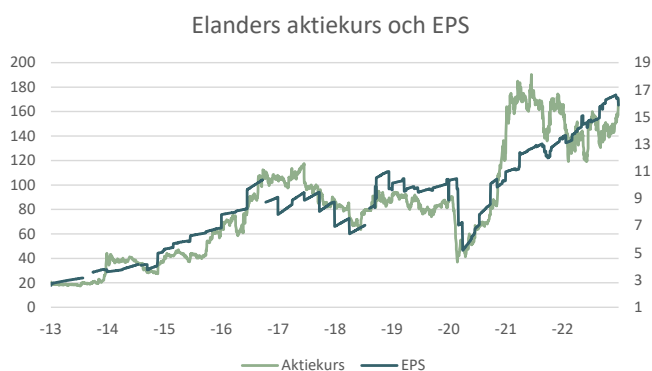
Källa: Bolaget, EPB

Bolaget börjar också se tecken på att deras kunder börjar se tecken på att kunderna förändrar sina försörjningskedjor, vilket sker framför allt genom ökad andel inköpta komponenter från mer närliggande länder. Förändringarna sker primärt i bilindustrin samt i elektronikindustrin, vilka ofta är föregångare då de är snabba på att implementera strukturella förändringar. Att biltillverkare i Europa köper mer komponenter från andra europeiska länder borde vara gynnsamt för Elanders då de har en stark närvaro i Europa.

Värdering

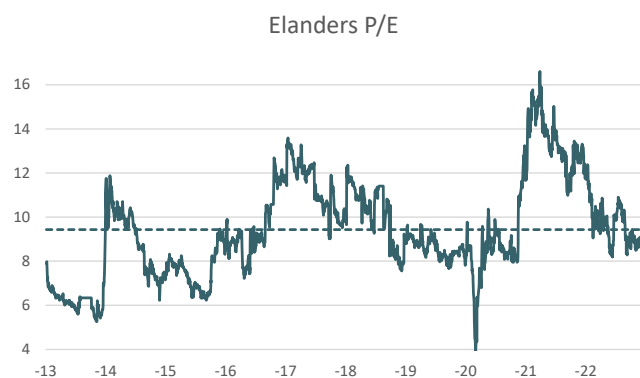
Även om vi har sett gapet mellan aktiekurs och vinst minska (Diagram 3) och värderingen i termer av framåtblickande P/E ligger över det historiska genomsnittet (Diagram 4), tycker vi multiplarna är attraktiva, särskilt då vi ser strukturella drivkrafter för bolaget. Att värdekedjorna börjar förändras och diversifieras borde tillåta högre tillväxt över tid.

Diagram 3: Gapet mellan kurs och vinst-trend har minskat



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: Värderingen är visserligen över sitt genomsnitt men är inte ansträngd på nåt sätt



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - slutsatser och huvudantaganden

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
11 515	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremium	Långsiktig EBIT-marginal
5 507	5,5%	7,0%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
17 022	2,0%	1,3%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
7 276	0,0%	1,3%
Minoritetsintressen och övrigt	Avkastningskrav, eget kapital	Rörelsekapital, % av omsättning
0	10,0%	6,4%
Eget kapital		Skattesats
9 746		23%
Antal utstående aktier, full utspädning		
35		
Eget kapital per aktie		
276		

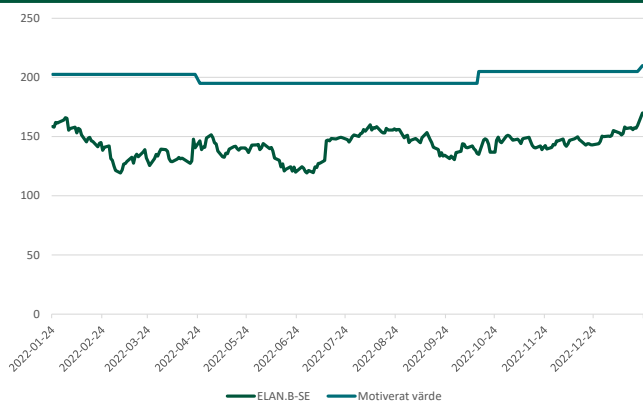
Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

WACC	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
9,0%	298	316	338	363	392	136	237	338	438	539
9,5%	271	287	304	325	349	124	214	304	395	485
10,0%	247	261	276	293	313	113	194	276	357	439
10,5%	226	238	250	265	282	103	176	250	324	398
11,0%	207	217	228	241	255	93	161	228	296	363

Källa: EPB

Diagram 5: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	10 742	11 254	11 050	11 733	14 975	14 997	15 617	16 554
Totala intäkter	10 742	11 254	11 050	11 733	14 975	14 997	15 617	16 554
Kostnad sålda varor	-9 330	-9 780	-9 478	-10 088	-12 745	-12 728	-13 199	-13 957
Bruttoresultat	1 412	1 474	1 572	1 645	2 230	2 269	2 418	2 597
Totala rörelsekostnader	-687	-189	-140	-177	-292	-131	-131	-88
EBITDA	725	1 286	1 432	1 468	1 938	2 138	2 288	2 508
EBITDA, justerad	725	1 286	1 432	1 468	1 938	2 138	2 288	2 508
Totala avskrivningar	-266	-927	-885	-888	-1 090	-1 128	-1 182	-1 240
EBITA, justerad	459	359	547	580	848	1 010	1 105	1 268
EBIT	459	359	547	580	848	1 010	1 105	1 268
EBIT, justerad	459	359	547	580	848	1 010	1 105	1 268
Finansnetto	-93	-143	-132	-98	-184	-240	-240	-240
Resultat före skatt	366	216	415	482	664	770	865	1 028
Resultat före skatt, justerad	366	216	415	482	664	770	865	1 028
Total skatt	-108	-63	-122	-151	-180	-173	-198	-223
Nettoresultat	259	153	293	331	484	597	667	805
Nettoresultat, justerad	259	153	293	331	484	597	667	805

Källa: Elanders, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	459	359	547	580	848	1 010	1 105	1 268
Övriga kassaflödesposter	-7	874	717	622	734	715	745	777
Förändringar i rörelsekapital	4	104	461	-139	-476	109	-35	-52
Kassaflöde från den operationella verksamheten	456	1 337	1 725	1 063	1 106	1 834	1 815	1 993
Investeringar	-177	-143	-116	-128	-229	-190	-200	-200
Övriga poster	16	10	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	294	1 202	1 609	935	876	1 644	1 615	1 793
Utdelningar	0	0	0	-110	-127	-141	-159	-177
Förvärv	24	-5	0	-1 267	-44	0	0	0
Förändringar av lån	0	0	-210	-189	-132	0	0	0
Övriga poster	-318	-1 282	-850	354	-639	-897	-870	-892
Kassaflöde	0	-84	549	-277	-66	605	586	724
Nettoskuld	2 446	3 855	2 854	5 249	7 276	6 673	6 154	5 530

Källa: Elanders, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	3 218	3 229	3 085	4 517	4 923	4 873	4 815	4 759
Materiella anläggningstillgångar	789	621	599	590	659	670	682	692
Finansiella anläggningstillgångar	11	13	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	4 274	6 026	5 637	8 241	10 345	10 306	10 261	10 214
Varulager	468	335	233	400	619	510	531	563
Kundfordringar	1 762	1 740	1 344	1 822	2 139	2 142	2 231	2 365
Övriga omsättningstillgångar	65	88	88	88	88	88	88	88
Likvida medel och kortfristiga placeringar	722	655	1 101	898	904	1 509	2 095	2 819
Summa omsättningstillgångar	3 463	3 179	3 002	3 559	4 229	4 729	5 429	6 325
SUMMA TILLGÅNGAR	7 737	9 205	8 639	11 800	14 574	15 035	15 689	16 539
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2 707	2 777	2 908	3 304	3 870	4 326	4 834	5 463
Summa eget kapital	2 707	2 777	2 908	3 304	3 870	4 326	4 834	5 463
Långfristiga räntebärande skulder	2 271	2 214	2 009	4 067	5 622	5 622	5 622	5 622
Övriga långfristiga skulder	93	106	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2 672	3 845	3 507	5 630	7 551	7 553	7 620	7 721
Kortfristiga räntebärande skulder	751	398	48	182	312	312	312	312
Leverantörsskulder	795	678	668	1 176	1 169	1 171	1 219	1 292
Övriga kortfristiga skulder	101	121	121	121	121	121	121	121
Summa kortfristiga skulder	2 358	2 584	2 224	2 866	3 153	3 156	3 235	3 356
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	7 737	9 205	8 639	11 800	14 574	15 035	15 689	16 539

Källa: Elanders, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	5%	N.m.	6%	28%	0%	4%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	77%	11%	3%	32%	10%	7%	10%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	53%	6%	46%	19%	9%	15%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	92%	13%	46%	23%	12%	21%
Bruttomarginal	13,1%	13,1%	14,2%	14,0%	14,9%	15,1%	15,5%	15,7%
EBITDA-marginal	6,7%	11,4%	13,0%	12,5%	12,9%	14,3%	14,6%	15,2%
EBITDA-marginal, justerad	6,7%	11,4%	13,0%	12,5%	12,9%	14,3%	14,6%	15,2%
EBIT-marginal	4,3%	3,2%	5,0%	4,9%	5,7%	6,7%	7,1%	7,7%
EBIT-marginal, justerad	4,3%	3,2%	5,0%	4,9%	5,7%	6,7%	7,1%	7,7%
Vinst-marginal, justerad	2,4%	4,3%	2,7%	2,8%	3,2%	4,0%	4,3%	4,9%

Källa: Elanders, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	6%	10%	11%	13%	15%	15%	16%
ROCE, justerad	Neg.	5%	8%	7%	8%	8%	9%	9%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	8%	9%	9%	10%	12%

Källa: Elanders, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	4%	3%	2%	3%	4%	3%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	15%	12%	16%	14%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	9%	7%	7%	12%	9%	9%	9%	9%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	9%	3%	5%	7%	7%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,8x	1,5x	1,6x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x

Källa: Elanders, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	2 446	3 855	2 854	5 249	7 276	6 673	6 154	5 530
Soliditet	35%	30%	34%	28%	27%	29%	31%	33%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	1,4x	1,0x	1,6x	1,9x	1,5x	1,3x	1,0x
Nettoskuld / EBITDA	3,4x	3,0x	2,0x	3,6x	3,8x	3,1x	2,7x	2,2x

Källa: Elanders, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	7,31	4,32	8,29	9,36	13,7	16,9	18,9	22,8
EPS, justerad	7,31	4,32	8,29	9,36	13,7	16,9	18,9	22,8
FCF per aktie	8,31	34,0	45,5	26,4	24,8	46,5	45,7	50,7
Utdelning per aktie	2,90	0,00	3,10	3,60	4,00	4,50	5,00	5,50
Eget kapital per aktie	76,6	78,5	82,2	93,4	109	122	137	154
Antal aktier vid årets slut, m	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4

Källa: Elanders, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	11,9x	20,2x	14,4x	18,6x	11,0x	10,1x	9,0x	7,5x
P/EK	1,1x	1,1x	1,5x	1,9x	1,4x	1,4x	1,2x	1,1x
P/FCF	10,5x	2,6x	2,6x	6,6x	6,1x	3,7x	3,7x	3,4x
FCF-yield	10%	39%	38%	15%	17%	27%	27%	30%
Direktavkastning	3,3%	0,0%	2,6%	2,1%	2,7%	2,6%	2,9%	3,2%
Utdelningsandel, justerad	39,7%	0,0%	37,4%	38,5%	29,2%	26,6%	26,5%	24,1%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,6x	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	7,6x	5,4x	4,9x	7,8x	6,5x	5,9x	5,3x	4,6x
EV/EBIT, justerad	12,1x	19,3x	12,9x	19,7x	14,8x	12,6x	11,0x	9,1x
EV	5 529	6 938	7 083	11 401	12 580	12 684	12 164	11 541
Aktiekurs	87,2	87,2	120	174	150	170	170	170

Källa: Elanders, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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