



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 26 januari 2023

Beijer Electronics Group

Räknar med fortsatt marginalexpansion

Efterfrågan är gynnsam på samtliga marknader utom Kina

Den organiska tillväxten i orderingången var negativ (minus 4-6%) för första gången sedan 2020, vilket vi helt hänför till Kina, som bromsade in i kvartalet. Det innebär också att vi borde se en vändning kommande kvartal i takt med att Kina öppnar upp. Nordamerika var mycket starkt medan Europa var starkt och orderboken för koncernen är fortsatt stark – book-to-bill för helåret var 1,2x. Försäljningen fortsatte dock att återhämta sig och ökade med i storleksordningen 20% i kvartalet. Marginalen tyngdes av köp av komponenter på spotmarknaden – om vi rensar för denna kostnad hade marginalen varit i linje med det rekordstarka tredje kvartalet.

Fakturering av orderboken kommer fortsätta driva marginalen mot målet på 15%

Vi fortsätter vara optimistiska till Beijers framtid då vi tycker att produktportföljen är mycket väl positionerad. Upp till 80% av försäljningen är mot segment som växer strukturellt såsom tåg, spår och energi. I takt med att den starka orderboken fortsätter att faktureras räknar vi med att marginalen fortsätter expandera mot målet på 15%. De operativa kostnaderna är stabila och högre omsättning borde räcka för att lyfta marginalen rejält. Samtidigt finns det mycket optimering av produktionsprocesserna att göra.

Estimat och värdering

Med en lägre marginal än vi hade väntat oss går vi in i 2023 med en lägre bas, vilket leder till att vi sänker EPS för 2023-2024 med 3-4%. Däremot justerar vi upp vårt motiverade värde något till 115-117 (113-115 kr) på grund av tidsvärdet och något lägre skuldsättning.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	Δ%	24e	Δ%		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	115 - 117 kr												
Totala intäkter	2 470	-0,5	2 679	-0,5	Totala intäkter	2 128	2 470	2 679	2 823	Aktiekurs	121 kr												
EBIT, just.	299	-3,8	357	-3,4	Intäktstillväxt	31%	16%	8%	5%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	7,5	-3,6	9,1	-3,0	EBITDA, just.	355	475	536	581	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
<div>Kommande händelser</div>					EBIT, just.	201	299	357	397														
					EPS, just.	5,0	7,5	9,1	10,3														
Q1 - rapport			26 april 2023		EPS-tillväxt	>100%	48%	22%	13%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Q2 - rapport			14 juli 2023		EK/aktie	34,3	40,4	47,5	54,8														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>					Utdelning per aktie	0,5	1,5	2,0	3,1														
					EBIT-marginal	9,4%	12,1%	13,3%	14,1%														
Antal aktier			29m		ROE, just.	16,9%	20,0%	20,7%	20,1%														
Börsvärde			3 458		ROCE, just.	11,3%	15,7%	18,3%	19,9%														
Nettoskuld			640		EV/Sales	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x														
EV			4 099		EV/EBITDA	11,0x	8,6x	7,4x	6,5x														
Free float			54%		EV/EBIT	19,4x	13,7x	11,0x	9,5x														
Daglig handelsvolym, snitt			41k		P/E, just.	21,9x	16,2x	13,3x	11,7x														
Bloomberg Ticker			BELE SS EQUITY		P/EK	3,2x	3,0x	2,5x	2,2x														
<div>Analytiker</div>					Direktavkastning	0,5%	1,2%	1,7%	2,6%														
					FCF yield	2%	5%	8%	9%														
Markus Almerud					Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,3x	0,9x	0,5x														
markus.almerud@penser.se																							

Investment case

Beijer Electronics Group ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi ser tvåsiffrig tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg mot sina mål – att öka omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin har Beijer Group anpassat kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi låg tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2025e) och ser fördubblingspotential för aktien, givet tecken på att bolaget börjar uppfylla sina målsättningar. Westermo, Beijer Groups största affärsområde, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Beijers Groups näst största affärsenhet, är nyckeln till både att nå sina målsättningar och att lyfta aktien.

Bolagsprofil

Beijer Electronics Group (Beijer) är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak Ethernetswitchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har 825 anställda. Under 2020 omsatte man 1,4 mdkr.

Bolaget har tre affärsenheter, Westermo, Beijer Electronics och Korenix, och Europa står för 63% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största kundsegmenten.

Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Beijer Electronics Group. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten, framför allt på ställverksidan, sätter vi våra målmultiplar på 2025e och nuvärdesberäknar sedan värdena. I vår SOTP använder vi 13–14x EBIT, vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden och i vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 115-117 kr.

Motiverat värde

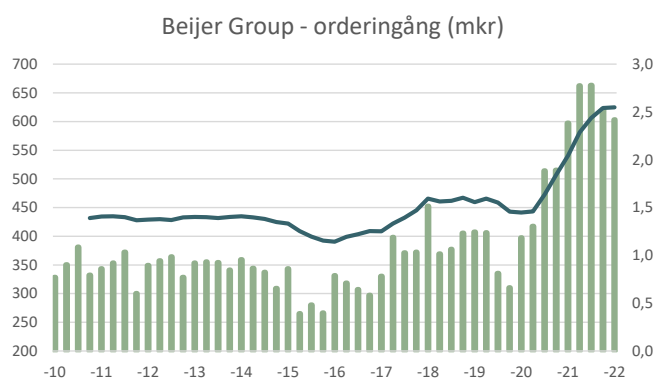
115-117 kr

Kvartalet i korthet

Orderingången föll ytterligare något från Q3 men ligger kvar över 600 mkr för femte kvartalet i rad (Diagram 1). En nedgång i efterfrågan i Kina var främsta anledningen till nedgången – efterfrågan var mycket god i Nordamerika och god i Europa. Efterfrågan var särskilt god för Westermos produkter och Westermo såg även en tilläggsorder från tågtilverkaren Stadler. Beijer går in i 2023 med en rekordstark orderbok – book-to-bill i årstakt var runt 1,2x – det finns väsentligt mycket mer att fakturera.

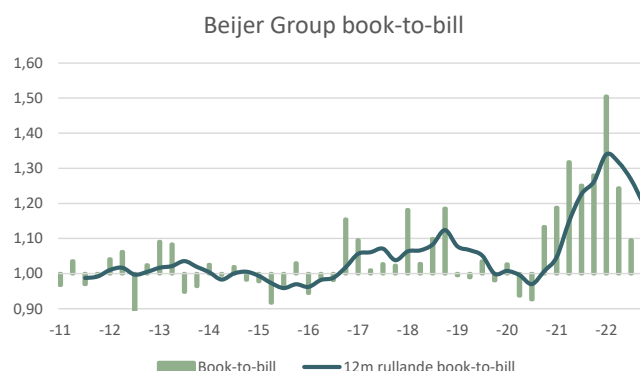
Försäljningen fortsatte återhämta sig, även om komponentbristen fortsatte att tynga Westermo. Den organiska tillväxten ligger kvar på höga tvåsiffriga tal även om trenden ligger under Q3 (Diagram 3). Med en fortsatt ökande försäljning fortsätter marginalen att expandera, trots att köp av komponenter i spotmarknaden tyngde resultatet med ca 12 mkr (Diagram 4). I en normalsituation hade marginalen varit i linje med rekordnivån från tredje kvartalet.

Diagram 1: Orderingången är kvar över 600 mkr...



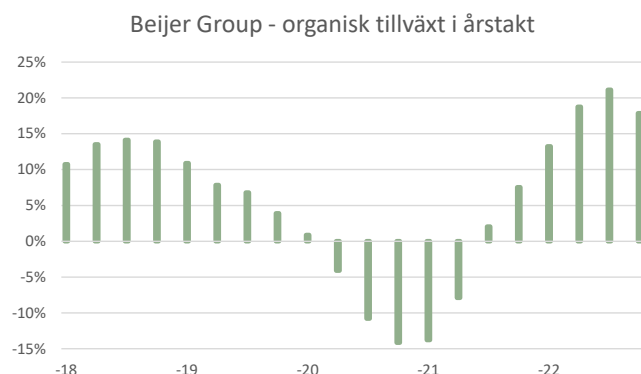
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och fortsätter vara högre än försäljningen



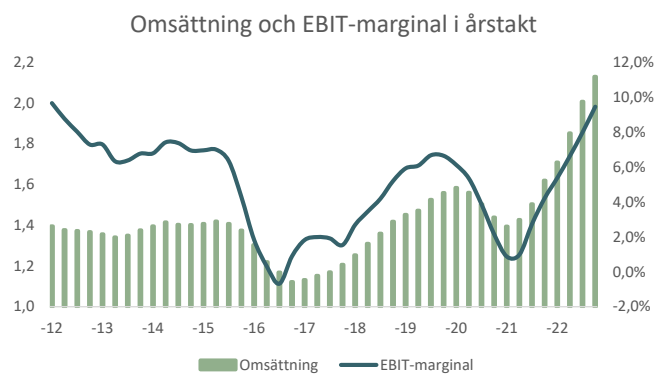
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 3: Organiska tillväxten fortsatt på höga nivåer...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: ...vilket driver marginalen

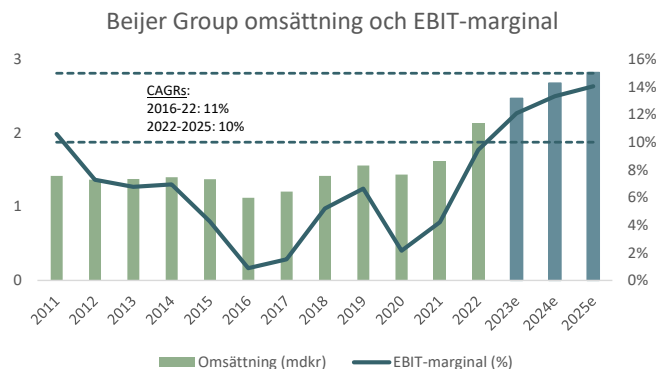


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

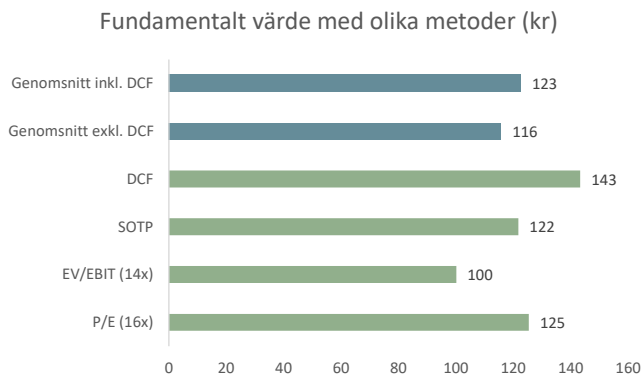
Med strukturell tillväxt i cirka 80% av affären och med stark tillväxt i bland annat energisegmentet ser vi 10% CAGR i försäljningen och 25% EBIT-CAGR 2022-2025e (Diagram 5).

Diagram 5: 25% EBIT-CAGR



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 6: 122 kr i vår SOTP



Källa: Bolaget, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 156	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 682	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	4 837	Småbolagspremie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	734	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	24,9%
Eget kapital	4 103			Skattesats	24%
Antal utstående aktier, full utspädning	29				
Eget kapital per aktie	143				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			9,0%	10,5%	12,0%	13,5%	15,0%
WACC	9,0%	154	163	174	188	203	WACC	9,0%	131	153	174	196	218
	9,5%	141	149	158	168	181		9,5%	119	138	158	177	196
	10,0%	129	136	143	152	162		10,0%	108	126	143	161	178
	10,5%	119	124	131	138	147		10,5%	99	115	131	147	163
	11,0%	110	115	120	126	133		11,0%	91	106	120	135	149

Källa: EPB

Diagram 7: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 206	1 417	1 559	1 438	1 619	2 128	2 470	2 679	2 823
Totala intäkter	1 206	1 417	1 559	1 438	1 619	2 128	2 470	2 679	2 823
Kostnad sålda varor	-618	-706	-748	-724	-852	-1 009	-1 106	-1 166	-1 208
Bruttoresultat	588	711	810	713	767	1 119	1 365	1 513	1 615
Totala rörelsekostnader	-497	-560	-583	-549	-549	-765	-889	-977	-1 034
EBITDA	90	151	227	164	218	355	475	536	581
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-15	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	91	151	227	179	218	355	475	536	581
Totala avskrivningar	-72	-77	-124	-148	-150	-154	-176	-179	-184
EBITA, justerad	18	74	103	31	68	201	299	357	397
EBIT	18	74	103	16	68	201	299	357	397
EBIT, justerad	18	74	103	31	68	201	299	357	397
Finansnetto	-22	-11	-12	-22	-19	-15	-21	-18	-14
Resultat före skatt	-4	63	92	-6	50	186	278	339	383
Resultat före skatt, justerad	-3	63	92	9	50	186	278	339	383
Total skatt	-2	-20	-27	0	-14	-40	-61	-75	-84
Minoritetsintressen	-1	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Nettoresultat	-7	44	65	-6	36	146	216	264	298
Nettoresultat, justerad	-7	44	65	9	36	146	216	264	298

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	18	74	103	16	68	201	299	357	397
Övriga kassaflödesposter	44	61	101	134	124	111	95	87	86
Förändringar i rörelsekapital	-14	-26	-21	45	-108	-111	-81	-49	-34
Kassaflöde från den operationella verksamheten	48	109	183	194	85	201	313	395	449
Investeringar	-61	-69	-64	-59	-68	-85	-85	-85	-85
Övriga poster	0	1	8	0	9	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-31	18	94	112	18	76	191	270	322
Utdelningar	0	0	-14	0	0	-14	-43	-57	-89
Nyemission / återköp	217	0	0	0	2	0	0	0	0
Förvärv	0	-2	-246	0	-112	0	0	0	0
Förändringar av lån	-199	-13	229	-59	156	-23	-124	-159	-176
Övriga poster	-1	0	1	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-14	1	25	11	20	-3	-30	0	0
Omräkningsdifferenser	-4	4	3	-12	6	16	0	0	0
Nettoskuld	412	411	757	673	810	734	640	482	305

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	503	525	807	725	734	734	734	734	734
Övriga immateriella tillgångar	251	264	281	308	325	398	398	398	398
Materiella anläggningstillgångar	85	91	100	96	85	80	80	80	80
Övriga anläggningstillgångar	52	50	50	54	62	59	59	59	59
Summa anläggningstillgångar	895	934	1 346	1 289	1 305	1 357	1 357	1 357	1 357
Varulager	169	178	215	213	328	431	500	542	571
Kundfordringar	198	251	304	208	297	390	453	492	518
Övriga omsättningstillgångar	12	11	12	12	13	13	13	13	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	89	94	122	121	147	160	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	525	581	697	595	834	1 076	1 187	1 272	1 331
SUMMA TILLGÅNGAR	1 419	1 515	2 042	1 884	2 139	2 433	2 543	2 629	2 688
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	585	653	684	637	729	989	1 163	1 370	1 580
Minoritetsintressen	6	4	4	4	4	5	5	6	7
Summa eget kapital	591	657	689	641	733	994	1 168	1 376	1 586
Långfristiga räntebärande skulder	454	431	586	575	562	514	390	231	55
Övriga långfristiga skulder	9	9	105	108	10	10	10	10	10
Summa långfristiga skulder	511	491	816	804	697	704	581	422	246
Kortfristiga räntebärande skulder	47	75	187	119	299	299	299	299	299
Leverantörsskulder	122	111	126	106	160	210	244	265	279
Övriga kortfristiga skulder	147	182	188	177	213	189	215	231	242
Summa kortfristiga skulder	317	368	537	439	708	734	794	831	856
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 419	1 515	2 042	1 884	2 139	2 433	2 543	2 629	2 688

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	18%	10%	N.m.	13%	31%	16%	8%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	66%	51%	N.m.	22%	63%	34%	13%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	40%	N.m.	>100%	>100%	49%	19%	11%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	48%	N.m.	>100%	>100%	48%	22%	13%
Bruttomarginal	48,7%	50,2%	52,0%	49,6%	47,4%	52,6%	55,2%	56,5%	57,2%
EBITDA-marginal	7,5%	10,6%	14,6%	11,4%	13,5%	16,7%	19,2%	20,0%	20,6%
EBITDA-marginal, justerad	7,5%	10,6%	14,6%	12,5%	13,5%	16,7%	19,2%	20,0%	20,6%
EBIT-marginal	1,5%	5,2%	6,6%	1,1%	4,2%	9,4%	12,1%	13,3%	14,1%
EBIT-marginal, justerad	1,5%	5,2%	6,6%	2,1%	4,2%	9,4%	12,1%	13,3%	14,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	5,5%	4,2%	0,7%	2,2%	6,9%	8,8%	9,8%	10,6%

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	7%	10%	1%	5%	17%	20%	21%	20%
ROCE, justerad	Neg.	7%	8%	2%	4%	11%	16%	18%	20%
ROIC, justerad	Neg.	7%	8%	2%	5%	12%	17%	19%	21%

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	14%	13%	14%	15%	20%	20%	20%	20%	20%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	18%	20%	14%	18%	18%	18%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	20%	16%	17%	15%	19%	21%	22%	23%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	64%	66%	92%	80%	>100%	96%	89%	85%	83%
Rörelsekapital / totala intäkter	14%	14%	17%	13%	19%	24%	24%	24%	24%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,2x	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x	1,3x	1,3x	1,4x

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	412	411	757	673	810	734	640	482	305
Soliditet	42%	43%	34%	34%	34%	41%	46%	52%	59%
Nettoskultsättningsgrad	0,7x	0,6x	1,1x	1,1x	1,1x	0,7x	0,5x	0,3x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	4,6x	2,7x	3,3x	4,1x	3,7x	2,1x	1,3x	0,9x	0,5x

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,24	1,52	2,25	-0,20	1,24	5,05	7,47	9,11	10,3
EPS, justerad	-0,23	1,52	2,25	0,32	1,24	5,05	7,47	9,11	10,3
FCF per aktie	-1,08	0,62	3,26	3,88	0,63	2,64	6,60	9,31	11,1
Utdelning per aktie	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,50	1,50	2,00	3,12
Eget kapital per aktie	20,6	22,9	23,9	22,1	25,3	34,3	40,4	47,5	54,8
Antal aktier vid årets slut, m	28,6	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,6	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0

Källa: Beijer Electronics Group, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	23,8x	31,2x	126,0x	63,2x	21,9x	16,2x	13,3x	11,7x
P/EK	1,5x	1,6x	2,9x	1,8x	3,1x	3,2x	3,0x	2,5x	2,2x
P/FCF	Neg.	58,8x	21,5x	10,5x	124,2x	41,9x	18,3x	13,0x	10,9x
FCF-yield	Neg.	2%	5%	10%	1%	2%	5%	8%	9%
Direktavkastning	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,6%	0,5%	1,2%	1,7%	2,6%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	32,9%	0,0%	0,0%	40,5%	9,9%	20,1%	21,9%	30,3%
EV/Sales	1,1x	1,0x	1,8x	1,3x	1,9x	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	14,0x	9,6x	12,2x	10,3x	14,0x	11,0x	8,6x	7,4x	6,5x
EV/EBIT, justerad	68,9x	19,6x	26,7x	59,6x	44,6x	19,4x	13,7x	11,0x	9,5x
EV	1 270	1 447	2 765	1 838	3 043	3 895	4 099	3 940	3 764
Aktiekurs	30,0	36,2	70,2	40,7	78,0	110	121	121	121

Källa: Beijer Electronics Group, 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