



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 29 januari 2023

Fingerprint Cards

Vi räknar med en successiv förbättring under 2023

Botten var i Q3 – vi väntar oss en successiv förbättring framöver

I linje med vad som kommunicerats drabbades Q4 fortsatt av den covid-relaterade nedgången i efterfrågan av smartphones i Kina. Däremot steg försäljningen med 42% q/q i kvartalet. Vi har börjat se order läggas och försäljningen öka i hela värdekedjan vilket är positivt. Vi ser det för sannolikt att smartphoneförsäljningen successivt kommer återgå till normala nivåer, även om problemen lär hålla i sig under H1 2023. Bruttomarginalen vände även den upp från botten i Q3 – justerad för lagernedskrivningarna steg bruttomarginalen från ca 12% till över 20% i kvartalet.

Den första volymordern för den nya optiska sensorn kommer stödja försäljningen under 2023

I slutet av december annonserade bolaget sin första volymorder för sin optiska sensorlösning, vilket kommer stödja försäljningen 2023. PC väntas växa både på lång och kort sikt då andelen datorer som har fingeravtryckssensorer väntas öka. Inom Access lanserades nya produkter under kvartalet. Biometrisk lösningar för Access/IoT är en fragmenterad, men växande marknad som inkluderar produkter som accesskort, dörrlås, bilar, fjärr- och spelkonsolkontroller, smarta hemapparater och autentiseringsnycklar. Access, tillsammans med PC och optiska sensorer för mobiltelefoner, är det område som väntas växa snabbast på kort sikt.

16-18% EPS-justeringar och en viss nedjustering av MV för att reflektera risken i Mobile

Risken i estimaten fortsätter vara hög då förändringarna är snabba och stora. Bruttoresultatet var något bättre än vad vi hade väntat oss och bolaget går in i 2023 i något bättre skick än vad vi hade bedömt. Som en följd höjer vi 2023-2024 EPS med 16-18%. Däremot sänker vi vår targetmultipl för Mobile från 2x till 1x för att reflektera risken och sänker därmed vårt motiverade värde till 13-15 kr (15-17).

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	Δ%	24e	Δ%	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	13 - 15 kr												
Totala intäkter	1 626	0,0	2 452	0,0	Totala intäkter	862	1 626	2 452	Aktiekurs	2,7 kr												
EBITDA, just.	117	10,8	262	7,0	Intäktstillväxt	N.m.	89%	51%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-0,1	18,5	0,2	15,5	EBITDA, just.	-116	117	262	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-198	-17	100	228														
Q4 - rapport	25 januari 2022			EPS, just.	-0,5	-0,1	0,2	0,4	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Q1 - rapport	25 april 2023			EPS-tillväxt	N.m.	97%	>100%	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	2,8	2,0	2,0	2,0														
Antal aktier	421m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,2	0,4														
Börsvärde	1 153			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	4,1%	6,7%														
Nettoskuld	-42			ROE, just.	Neg.	Neg.	8,8%	20,7%														
EV	1 111			ROCE, just.	Neg.	Neg.	9,3%	21,6%														
Free float	91%			EV/Sales	1,5x	0,7x	0,5x	0,3x														
Daglig handelsvolym, snitt	11 082k			EV/EBITDA	-	9,5x	4,3x	2,6x														
Bloomberg Ticker	FINGB SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	11,2x	4,7x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	15,7x	6,7x														
Markus Almerud				P/EK	1,0x	1,4x	1,4x	1,4x														
markus.almerud@penser.se				Direktavkastning	0,0%	0,0%	7,3%	14,6%														
				FCF yield	-	10%	10%	22%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,4x	-0,1x	-0,2x														

Investment case

Vi tror att Fingerprint Cards (Fingerprints) är redo för ett nytt kapitel i sin historia. Priserna i mobilmarknaden har stabiliserats, kostnaderna har anpassats och efterfrågan i bolagets andra segment håller på att ta fart. Mobilmarknaden är mogen - penetrationen är hög och marknadstillväxten blygsam. Däremot är marknadsandelarna och inträdesbarriärerna höga. PC har låg biometrisk penetration, men den är tillräckligt hög för att sannolikheten för att penetrationen ska fortsätta öka. Samma sak med smarta lås.

Den stora optionaliteten finns i fingeravtryckssensorer för smarta betal- och kreditkort. Kommersiell lansering har skett med god feedback, men i liten skala. Fingerprints samarbetar med både de marknadsledande kort- och mikroprocessortillverkarna. Om biometriska kort blir kommersiell succé är det sannolikt att Fingerprints tar en ledande ställning. Även med hänsyn tagen till endast en liten del av potentialen för de biometriska betalkorten ser vi signifikant uppsida i aktien från nuvarande nivåer. Om marknaden för biometriska kort utvecklas i enlighet med Fingerprints bedömning och Fingerprints lyckas i sina partnersamarbeten, ser vi potential för mer än en fyrdubbling av aktien.

Bolagsprofil

Fingerprints är marknadsledare för kapacitiva fingeravtryckssensorer för smartphones med en marknadsandel på ca 30%. Bolaget har nio av de tio största smartphonestillverkarna som kunder, har 500 patent och har sedan start 1997 levererat ungefär 1,4 miljarder sensorer. Mobilmarknaden stod 2021 för ca 90% av bolagets försäljning. Efterfrågan växer dock snabbt i de övriga segmenten - PC, Access (främst smarta lås) och Payments (smarta betal- och kreditkort) - och bolaget tror att smarta betalkort kan bli nästa stora massmarknad. De ser en adresserbar marknad (TAM), på 1,4 miljarder enheter per år för mobilmarknaden, 170 miljoner per år för PC, mer än 100 miljoner per år för Access och ca 3 miljarder per år för smarta betalkort 2026 och därefter.

Värdering

Vi har använt SOTP när vi har värderat Fingerprints eftersom de olika segmenten har så distinkt olika slutmarknader och mognadsgrad. Då de strategiska målen är satta på 2026e har vi applicerat våra målmultiplar på detta år och har sedan nuvärdesberäknat. Vi har använt en grupp mogna teknikbolag som peer-grupp.

Mobile är det mest mogna av segmenten med hög penetrationsgrad och låg marknadstillväxt. Vi använder därför P/S 1x och diskonterar med 10%. PC och Access har betydligt högre tillväxt och vi använder därför P/S 4x, men diskonterar även dessa med 12%. Försäljningen i båda dessa har tagit fart och vi ser risken som relativt låg.

Den stora uppsidan, för Fingerprints och aktien, finns i Payments. Försäljningen i segmentet har inte tagit fart än, även om det finns piloter samt kommersiella lanseringar i liten skala. Vi värderar segmentet till P/S 4x, men diskonterar till 15%. Vi värderar hela segmentet till 14 kr, men väljer att inte reflektera hela segmentet i vårt motiverade värde då risken fortfarande är hög. Norska IDEX är huvudkonkurrenten och har ett marknadsvärde på motsvarande ca 2 kr per Fingerprints-aktie. Vi väljer att reflektera 1,5x. Detta för att reflektera konsensus uppsida till IDEX samt att Fingerprints har erfarenhet av massproduktion, vilket IDEX inte har.

Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde på 13-15 kr.

Kvartalet i korthet

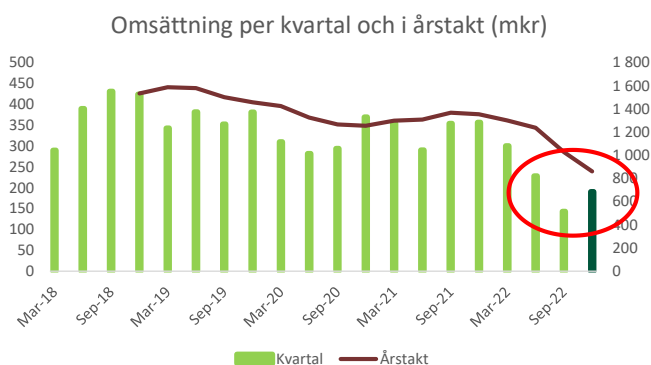
I linje med vad som kommunicerats, drabbades Q4 fortsatt av den covid-relaterade nedgången i efterfrågan av smartphones i Kina. Däremot steg försäljningen med 42% q/q i kvartalet – Q3 var botten för problemen. Vi har börjat se order läggas och försäljningen öka i hela värdekedjan, vilket är positivt. Vi bedömer att problemen kommer hålla i sig under H1 2023, men ser det även för sannolikt att smartphoneförsäljningen successivt kommer återgå till normala nivåer.

Under Q4 stod försäljningen av kapacitiva sensorer till mobiltelefoner för 70% av koncernens försäljning (10% 2021), en andel som väntas sjunka till 55% 2023. I detta estimat inkluderas försäljningen av optiska sensorer till mobiltelefoner, som är en ny marknad för bolaget, PC, Access och försäljningen av sensorer till smarta betalkort.

I slutet av december annonserade bolaget sin första volymorder för sin optiska sensorlösning, vilket kommer stödja försäljningen 2023. PC väntas växa både på lång och kort sikt då andelen datorer som har fingeravtryckssensorer väntas öka. Inom Access lanserades nya produkter under kvartalet. Biometriska lösningar för Access/IoT är en fragmenterad, men växande marknad som inkluderar produkter som accesskort, dörrlås, bilar, fjärr- och spelkonsolkontroller, smarta hemapparater och autentiseringsnycklar. Access, tillsammans med PC och optiska sensorer för mobiltelefoner, är det område som väntas växa snabbast på kort sikt.

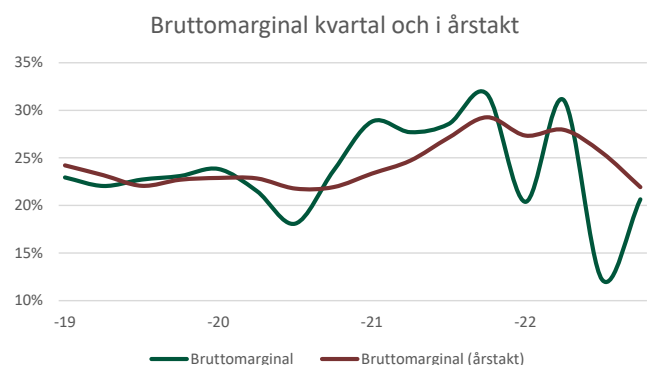
Bruttomarginalen vände även den upp från botten i Q3 (Diagram 2) – justerad för lagernedskrivningarna steg bruttomarginalen från ca 12% till över 20% i kvartalet. En del av besparingsprogrammet som lanserades i Q3 har hunnit påverka, men det kommer successivt fortsätta ha en påverkan under 2023.

Diagram 1: Försäljningen...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och bruttomarginalen bottnade i Q3

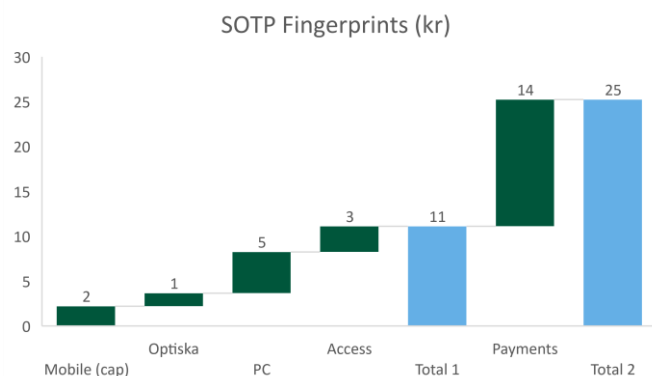


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

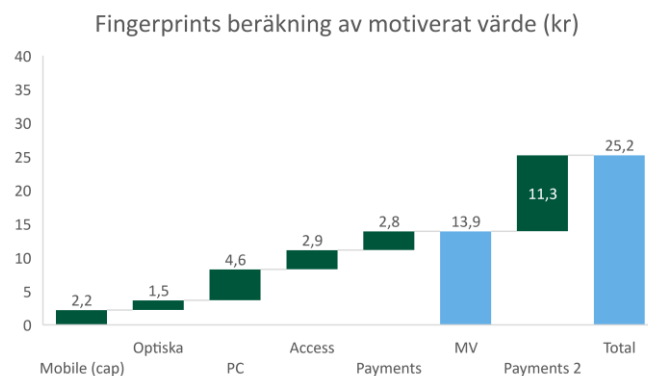
Eftersom de olika verksamheterna har så distinkt olika tillväxt drivare och mognadsgrad använder vi olika multiplar och diskonteringsräntor för dem och använder därmed SOTP när vi värderar aktien. Vi värderar kapacitiva sensorer som säljs till mobiltelefoner till 2 kr, optiska sensorer till 1,5 kr, PC till 5 kr och Access till 3 kr (Diagram 3-4). Payments som helhet värderar vi till 14 kr per aktie (Diagram 3), men eftersom osäkerheten är hög och försäljningen fortfarande låg reflekterar vi endast en del av värdet i vårt motiverade värde. Som helhet når vi 14 kr i vår SOTP (Diagram 4) med ytterligare 11 kr potential från Payments. Vår DCF visar 23 kr (Tabell 1-2).

Diagram 3: SOTP på 25 kr...



Källa: EPB

Diagram 4: ...och motiverat värde på 14 kr (i mittpunkten)



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - antanden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 368	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	6 365	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	9 733	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	43	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,9%
Eget kapital	9 690			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	421			Terminalvärde, % av EV	65%
Eget kapital per aktie	23				

Källa: Bolaget, EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
11,0%	24	26	27	29	31	11,0%	14	18	27	25	29
11,5%	23	24	25	26	28	11,5%	13	17	25	23	27
12,0%	21	22	23	24	26	12,0%	12	15	23	22	25
12,5%	19	20	21	22	24	12,5%	12	14	21	20	23
13,0%	18	19	20	21	22	13,0%	11	13	20	18	21

Källa: EPB

Diagram 5: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 459	1 256	1 356	862	1 626	2 452	3 394
Totala intäkter	1 459	1 256	1 356	862	1 626	2 452	3 394
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-695	-1 195	-1 736	-2 358
Bruttoresultat	331	275	397	166	431	717	1 036
Totala rörelsekostnader	-202	-564	-312	-716	-314	-455	-613
EBITDA	129	-289	85	-550	117	262	424
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	-433	0	0	0
EBITDA, justerad	129	52	85	-116	117	262	424
Totala avskrivningar	-143	-77	-93	-81	-134	-162	-196
EBITA, justerad	-14	-25	-8	-198	-17	100	228
EBIT	-14	-366	-8	-631	-17	100	228
EBIT, justerad	-14	-25	-8	-198	-17	100	228
Finansnetto	-3	-15	7	-21	-13	-6	-7
Resultat före skatt	-17	-381	-1	-652	-31	94	221
Resultat före skatt, justerad	-17	-41	-1	-219	-31	94	221
Total skatt	4	40	1	66	7	-21	-49
Nettoresultat	-14	-341	0	-586	-24	74	173
Nettoresultat, justerad	-14	0	0	-153	-24	74	173

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-14	-366	-8	-631	-17	100	228
Övriga kassaflödesposter	148	437	127	462	128	136	141
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-165	123	10	42
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	158	24	-334	234	246	411
Investeringar	-1	-2	-5	-3	-6	-9	-12
Fritt kassaflöde	66	39	-67	-439	117	110	253
Utdelningar	0	0	0	0	0	-84	-168
Nyemission / återköp	0	-190	0	375	0	0	0
Förvärv	-21	0	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	0	0	75	-25	-85	11	-41
Övriga poster	-20	-19	-16	-22	-33	-37	-44
Kassaflöde	25	-170	-8	-110	0	0	0
Omräkningsdifferenser	-2	-17	6	10	0	0	0
Nettoskuld	-507	-354	-59	43	-42	-31	-72

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	843	502	555	214	214	214	214
Övriga immateriella tillgångar	285	258	283	324	339	350	356
Materiella anläggningstillgångar	16	7	7	4	4	4	4
Finansiella anläggningstillgångar	18	47	54	122	122	122	122
Summa anläggningstillgångar	1 195	838	923	689	704	715	720
Varulager	253	136	159	304	195	245	272
Kundfordringar	197	196	280	128	342	515	713
Övriga omsättningstillgångar	15	15	51	40	40	40	40
Likvida medel och kortfristiga placeringar	564	377	374	274	274	274	274
Summa omsättningstillgångar	1 042	737	876	756	869	1 102	1 336
SUMMA TILLGÅNGAR	2 237	1 575	1 799	1 446	1 573	1 816	2 057
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	867	843	832	837
Summa eget kapital	1 799	1 183	1 027	867	843	832	837
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	294	209	220	179
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	13	13	13	13
Summa långfristiga skulder	50	30	321	319	234	245	204
Leverantörsskulder	235	201	222	74	244	368	509
Övriga kortfristiga skulder	1	2	14	7	7	7	7
Summa kortfristiga skulder	388	362	451	260	496	739	1 016
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 237	1 575	1 799	1 446	1 573	1 816	2 057

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	8%	N.m.	89%	51%	38%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	66%	N.m.	>100%	>100%	62%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	70%	N.m.	91%	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	99%	>100%	N.m.	89%	>100%	>100%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	19,3%	26,5%	29,2%	30,5%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	Neg.	7,2%	10,7%	12,5%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	Neg.	7,2%	10,7%	12,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	0,0%	Neg.	Neg.	3,0%	5,1%

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	0%	Neg.	Neg.	9%	21%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	22%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	29%

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	35%	12%	10%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	15%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	11%	20%	21%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	64%	>100%	36%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	1%	5%	27%	7%	4%	2%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,7x	1,5x	2,3x	3,3x

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-507	-354	-59	43	-42	-31	-72
Soliditet	80%	75%	57%	60%	54%	46%	41%
Nettoskulsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	1,2x	-0,7x	-0,1x	-0,4x	-0,1x	-0,2x

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,04	-1,10	0,00	-1,92	-0,06	0,18	0,41
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,50	-0,06	0,18	0,41
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-1,44	0,28	0,26	0,60
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,40
Eget kapital per aktie	5,73	3,83	3,48	2,84	2,00	1,98	1,99
Antal aktier vid årets slut, m	314	309	295	305	421	421	421
Antal aktier efter utspädning, snitt	314	309	295	305	421	421	421

Källa: Fingerprint Cards, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	61 078,7x	Neg.	Neg.	15,7x	6,7x
P/EK	3,3x	4,5x	5,9x	1,0x	1,4x	1,4x	1,4x
P/FCF	90,4x	137,9x	Neg.	Neg.	9,8x	10,5x	4,6x
FCF-yield	1%	1%	Neg.	Neg.	10%	10%	22%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	14,6%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	>100%	97,4%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	1,5x	0,7x	0,5x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	Neg.	9,5x	4,3x	2,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,2x	4,7x
EV	5 420	4 895	6 025	1 277	1 111	1 123	1 082
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	2,9	2,7	2,7	2,7

Källa: Fingerprint Cards, 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