This report was completed and disseminated 06 februari 2023: 09:21 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skogsindustri | Sverige | 06 februari 2023

Bergs

Förändring mot ett stabilare Bergs, stöd från sågade trävaror och aktieägarvänlighet

Ett svagt Q4, men bolagets strategi mot mer förädlade produkter ger stabilitet

Bergs rapporterade ett relativt svagt EBITDA-resultat för Q4'22, 30 mkr (106 mkr). EBIT på 6 mkr var klart lägre än föregående år (85 mkr). De mer cykliska verksamheterna Wood Protection och Sawn Wood levererade svaga EBITDA-resultat, -23 mkr och 6 mkr. Däremot uppvisade den mer stabila affären Joinery; fönster, dörrar och husproduktion, en positiv utveckling med ett EBITDA-resultat på 16 mkr (9 mkr). Även övrigt, som framför allt innehåller pelletsverksamhet, presterade bra, 36 mkr (1 mkr). Bergs har nu, efter en period av starka kassaflöden, en stark balansräkning och söker godkännande för ett återköpsprogram, utöver en robust utdelning på 2 kr per aktie.

Cykelns för sågat ser ut att bottna och Joinery och pellets har fortsatt goda utsikter

Den senare delen av 2022 och inledningen av 2023 har präglats av obalans på marknaden för sågade trävaror och behandlat trä, med ett stort överutbud och därmed lagerneddragningar i hela värdekedjan. Det finns enligt bolaget tecken på att denna svaga period nu lider mot sitt slut, och marknaden kommer sannolikt att normaliseras. Detta talar för att Wood Protection och Sawn Wood kan uppvisa en betydande resultatförbättring från Q2'23, om än inte lika stark utveckling som under 2021 & första halvan av 2022. Samtidigt bör Joinery och Övrigt fortsätta att utvecklas väl, på grund av stora renoveringsbehov av fönster och dörrar samt hög efterfrågan på pellets ur ett miljö- och prisperspektiv. Alternativen till pellets, framför allt gas, handlas till fortsatt till höga priser.

Förändring mot ett stabilare Bergs, stöd från sågade trävaror och aktieägarvänlighet

Bergs är, under nuvarande ledning, inne på en förändringsresa mot en stabil och växande verksamhet, samtidigt som den svaga perioden inom sågat och träförädling sannolikt lider mot sitt slut. Återköpsprogrammet visar på en aktieägarvänlighet. Vi sänker våra estimat för att reflektera den svaga perioden i närtid, vilket ger ett nytt motiverat värde på 54-56 kr (59-61). Aktien är emellertid fortsatt lågt värderad, och kursen reflekterar inte den betydligt ljusare framtid som vi förutser, jämfört med historien.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-5,7%	-5,6%	-5,6%
EBITDA, just.	-13,6%	-5,2%	-5,1%
EPS, just.	-18,5%	-7,5%	-7,4%

Kommande händelser

Q1 - rapport	04 maj 2023
Q2 - rapport	25 juli 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	35m
Börsvärde	1 191
Nettoskuld	(29)
EV	1 162
Free float	35%
Daglig handelsvolym, snitt	69k
Bloomberg Ticker	BRGB SS EQUITY

Analytiker

Örjan Rödén
orjan.roden@penser.se

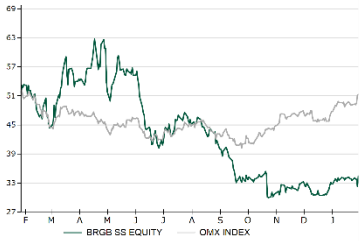
Prognos (mkr)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	3 280	2 803	3 063	3 328
Tillväxt	4%	-15%	9%	9%
EBITDA, just.	331	312	373	405
EBIT, just.	241	228	282	309
EPS, just.	6,7	6,0	7,5	8,2
EPS-tillväxt, just.	-45%	-9%	25%	10%
EK/aktie	53,1	56,2	60,7	65,9
Utdelning per aktie	3,0	3,0	3,0	3,0
EBIT-marginal	7,4%	8,1%	9,2%	9,2%
ROE, just.	13,4%	11,0%	12,9%	13,0%
ROCE, just.	12,0%	10,7%	12,5%	12,7%
EV/Sales	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	3,1x	3,7x	3,1x	2,9x
EV/EBIT	4,3x	5,1x	4,1x	3,8x
P/E, just.	4,6x	5,7x	4,6x	4,2x
P/EK	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Direktavkastning	9,9%	8,7%	8,7%	8,7%
FCF yield	45%	26%	21%	16%
Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,5x	-0,6x	-0,5x

Värde och risk

Motiverat värde	54 - 56 kr
Aktiekurs	34,4 kr
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Utsikterna för Bergs har blivit mer osäkra kortsiktigt givet en turbulent omvärld, men den underliggande långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen kvarstår. Wood Protection påverkas negativt av fallande volymer och priser. Efterfrågan för Joinery är fortsatt god vilket återspeglas i en god orderingång och priskompensation för högre råmaterialkostnader. Pelletsverksamheten har återhämtat sig kraftigt under det första halvåret och priset har tredubblats sedan sommaren 2021. Bergs nya struktur, med fokus på förädlade träprodukter som till exempel nyskapande träskydd inom Wood Protection samt kundanpassade dörrar, fönster, trädgårdsmöbler och modulhus inom Joinery, innebär en stabil grund för tillväxt framöver. I takt med att den om än välskötta och lönsamma sågverksrörelsen minskar i betydelse för Bergs, kommer fokus från aktiemarknaden att i allt högre grad falla på bolagets tillväxtmöjligheter och stabilitet i lönsamheten för de förädlade produkterna. Bergs starka balansräkning minskar risken under rådande konjunkturläge och ger goda möjligheter att växa genom förvärv framöver.

Bolagsprofil

Bergskoncernen består av en grupp självständiga dotterbolag med tydligt resultatansvar som utvecklar, producerar och marknadsför förädlat trä för olika tillämpningar. Med mångårig erfarenhet av trä och med stor kompetens kring vidareförädling, bidrar Bergs till att bygga ett hållbart samhälle baserat på förnybar råvara från hållbart brukade skogar i Östersjöregionen. Verksamheten bedrivs i Sverige, Estland, Lettland, Polen och Storbritannien och försäljning sker till ett 20-tal länder. De största marknaderna utgörs av Skandinavien, Baltikum, Storbritannien och Frankrike. Huvudkontor och koncernledning är baserade i Sverige. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq sedan 1984.

Värdering

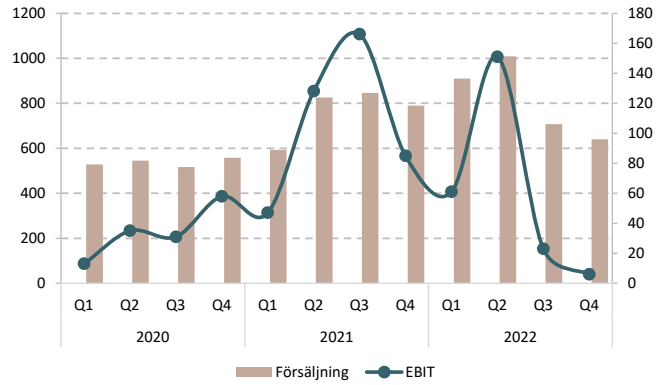
Bolagets historik ter sig allt mindre relevant i spåren av Bergs ökade fokus på förädlade trävaror. Vår värdering baseras på en DCF-modell och det motiverade värdet uppgår till 54-56 kr per aktie. Förvärv till rätt multiplar kan potentiellt innebära ytterligare uppsida på sikt och vara en katalysator för aktien.

Kvartalet i korthet

Bergs rapporterade ett relativt svagt EBITDA-resultat för Q4'22, 30 mkr (106 mkr). EBIT på 6 mkr var klart lägre än föregående år (85 mkr). De mer cykliska verksamheterna Wood Protection och Sawn Wood levererade svaga EBITDA-resultat, -23 mkr och 6 mkr. Däremot uppvisade den mer stabila affären Joinery; fönster, dörrar och husproduktion, en positiv utveckling med ett EBITDA-resultat på 16 mkr (9 mkr). Även övrigt, som framför allt innehåller pelletsverksamhet, presterade bra, 36 mkr (1 mkr). Bergs har nu, efter en period av starka kassaflöden, en stark balansräkning och söker godkännande för ett återköpsprogram, utöver en robust utdelning på 2 kr per aktie.

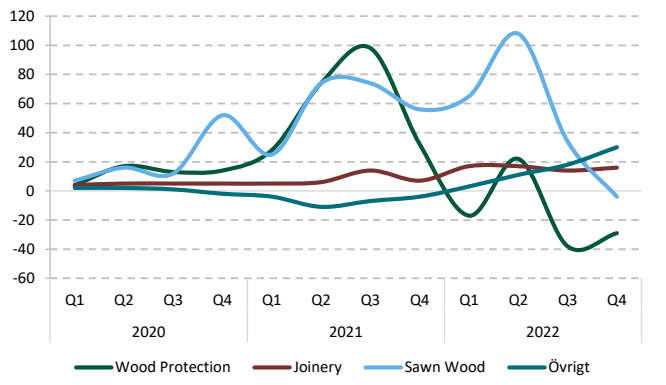
Den senare delen av 2022 och inledningen av 2023 har präglats av obalans på marknaden för sågade trävaror och behandlat trä, med ett stort överutbud och därmed lagerneddragningar i hela värdekedjan. Det finns enligt bolaget tecken på att denna svaga period nu lider mot sitt slut, och marknaden kommer sannolikt att normaliseras. Detta talar för att Wood Protection och Sawn Wood kan uppvisa en betydande resultatförbättring från Q2'23, om än inte lika stark utveckling som under 2021 & första halvan av 2022. Samtidigt bör Joinery och Övrigt fortsätta att utvecklas väl, på grund av stora renoveringsbehov av fönster och dörrar samt hög efterfrågan på pellets ur ett miljö- och prisperspektiv. Alternativen till pellets, framför allt gas, handlas till fortsatt till höga priser.

Bergs Försäljning & EBIT



Källa: Bergs, EPB

EBIT per affärsområde



Källa: Bergs, EPB

Värdering

Vi värderar Bergs med en DCF modell, som ger ett värde på 55 kr. Detta är lägre än tidigare på grund av lägre prognoser, vilket ger ett nytt motiverat värde på 54-56 kr per aktie (59-61).

DCF inklusive känslighetsanalys

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 145
PV of terminal value (perpetuity formula)	725
Enterprise value	**1 870**
Latest net debt	-29
Minority interests & other	0
Equity value	**1 899**
No. of shares outstanding (millions)	35
Equity value per share (SEK)	**55**

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	5,7	6,0	5,0
EV/EBIT	7,8	8,2	6,6
EV/NOPLAT	9,8	10,3	8,3
Current Share price			34,4

Källa: IDC, EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	7,0%
Depreciation (% of sales)	2,9%
Capex (% of sales)	2,9%
Working cap. (% of sales)	23%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
11,0%	59	60	61	63	65
11,5%	55	57	58	59	61
12,0%	53	54	**55**	56	57
12,5%	50	51	52	53	54
13,0%	48	49	49	50	51

Long-term EBIT margin

WACC	2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
11,0%	30	46	61	77	92
11,5%	29	44	58	72	86
12,0%	28	42	**55**	68	81
12,5%	28	40	52	64	76
13,0%	27	38	49	61	72

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**2 056**	**2 149**	**3 055**	**3 267**	**2 812**	**3 073**	**3 339**
Övriga rörelseintäkter	60	(25)	84	13	(10)	(10)	(11)
Totala intäkter	**2 116**	**2 124**	**3 139**	**3 280**	**2 803**	**3 063**	**3 328**
Kostnad sålda varor	-1 431	-1 311	-1 868	-1 975	-1 492	-1 612	-1 751
Bruttoresultat	**685**	**813**	**1 271**	**1 305**	**1 311**	**1 452**	**1 577**
Övriga rörelsekostnader	-552	-601	-768	-974	-999	-1 079	-1 172
EBITDA	**133**	**212**	**503**	**331**	**312**	**373**	**405**
EBITDA, justerad	**133**	**212**	**503**	**331**	**312**	**373**	**405**
Avskrivningar	-60	-75	-77	-90	-83	-90	-97
EBITA, justerad	**73**	**137**	**426**	**241**	**228**	**282**	**309**
EBIT	**73**	**137**	**426**	**241**	**228**	**282**	**309**
EBIT, justerad	**73**	**137**	**426**	**241**	**228**	**282**	**309**
Finansnetto	-33	-44	-3	3	-8	-8	-8
Resultat före skatt	**40**	**93**	**423**	**244**	**220**	**274**	**301**
Resultat före skatt, justerad	**40**	**93**	**423**	**244**	**220**	**274**	**301**
Total skatt	3	12	-6	-13	-11	-14	-15
Nettoresultat	**43**	**105**	**417**	**231**	**209**	**261**	**286**
Nettoresultat, justerad	**43**	**105**	**417**	**231**	**209**	**261**	**286**
Intäktstillväxt	*-*	*0%*	*48%*	*4%*	*-15%*	*9%*	*9%*
Bruttomarginal	*33,3%*	*37,8%*	*41,6%*	*39,9%*	*46,6%*	*47,2%*	*47,2%*
EBIT-marginal, justerad	*3,6%*	*6,4%*	*13,9%*	*7,4%*	*8,1%*	*9,2%*	*9,2%*
EPS, justerad	*1,24*	*3,03*	*12,0*	*6,66*	*6,03*	*7,52*	*8,23*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*>100%*	*>100%*	*-45%*	*-9%*	*25%*	*10%*

Källa: Bergs, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	73	137	426	241	228	282	309
Övriga kassaflödesposter	96	161	123	141	148	159	171
Förändringar i rörelsekapital	38	132	-407	199	45	-80	-187
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**207**	**430**	**142**	**581**	**421**	**361**	**292**
Investeringar i anläggningstillgångar	-131	-69	-143	-107	-107	-107	-107
Övrigt Kassaflöde från investeringar	8	0	-6	-3	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-123**	**-69**	**-149**	**-110**	**-107**	**-107**	**-107**
Fritt kassaflöde	**84**	**361**	**-7**	**471**	**314**	**254**	**185**
Förvärv och avyttringar	-14	396	-73	-27	0	0	0
Förändring av skulder	35	-524	77	-80	0	0	0
Utdelningar	-34	0	-69	-104	-104	-104	-104
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-13**	**-128**	**-65**	**-211**	**-104**	**-104**	**-104**
Kassaflöde	**71**	**233**	**-72**	**260**	**210**	**150**	**81**
Nettoskuld	**675**	**-32**	**221**	**-28**	**-154**	**-214**	**-198**

Källa: Bergs, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	193	187	329	355	355	355	355
Materiella anläggningstillgångar	948	665	800	888	912	929	939
Finansiella anläggningstillgångar	3	1	7	10	10	10	10
Övriga anläggningstillgångar	6	6	22	22	22	22	22
Summa anläggningstillgångar	**1 150**	**859**	**1 158**	**1 275**	**1 299**	**1 316**	**1 326**
Varulager	667	349	733	705	562	645	835
Övriga omsättningstillgångar	328	241	330	219	309	338	367
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	242	94	268	394	454	438
Summa omsättningstillgångar	**1 081**	**832**	**1 157**	**1 192**	**1 266**	**1 437**	**1 641**
SUMMA TILLGÅNGAR	**2 231**	**1 691**	**2 315**	**2 467**	**2 565**	**2 753**	**2 967**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 102	1 251	1 616	1 842	1 947	2 104	2 285
Summa eget kapital	**1 102**	**1 251**	**1 616**	**1 842**	**1 947**	**2 104**	**2 285**
Långfristiga räntebärande skulder	604	168	12	211	211	211	211
Övriga långfristiga skulder	19	24	37	40	40	41	41
Summa långfristiga skulder	**623**	**192**	**49**	**251**	**251**	**252**	**252**
Kortfristiga räntebärande skulder	157	42	303	29	29	29	29
Övriga kortfristiga skulder	349	206	347	345	337	369	401
Summa kortfristiga skulder	**506**	**248**	**650**	**374**	**366**	**398**	**430**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**2 231**	**1 691**	**2 315**	**2 467**	**2 565**	**2 753**	**2 967**

Källa: Bergs, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	0%	48%	4%	-15%	9%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	59%	>100%	-34%	-6%	20%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	-	88%	>100%	-43%	-5%	24%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	-45%	-9%	25%	10%
Bruttomarginal	33,3%	37,8%	41,6%	39,9%	46,6%	47,2%	47,2%
EBITDA-marginal	6,5%	9,9%	16,5%	10,1%	11,1%	12,1%	12,1%
EBITDA-marginal, justerad	6,5%	9,9%	16,5%	10,1%	11,1%	12,1%	12,1%
EBIT-marginal	3,6%	6,4%	13,9%	7,4%	8,1%	9,2%	9,2%
EBIT-marginal, justerad	3,6%	6,4%	13,9%	7,4%	8,1%	9,2%	9,2%
Vinst-marginal, justerad	2,1%	4,9%	13,6%	7,1%	7,4%	8,5%	8,6%

Källa: Bergs, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	9%	29%	13%	11%	13%	13%
ROCE, justerad	Neg.	8%	25%	12%	11%	12%	13%
ROIC, justerad	Neg.	9%	28%	13%	13%	15%	16%

Källa: Bergs, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	32%	16%	23%	21%	20%	21%	25%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	13%	25%	13%	15%	15%	15%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	18%	23%	18%	19%	20%	24%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,5x	1,6x	1,6x	1,3x	1,3x	1,3x

Källa: Bergs, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	675	-32	221	-28	-154	-214	-198
Soliditet	49%	74%	70%	75%	76%	76%	77%
Nettoskuld / EBITDA	5,1x	-0,2x	0,4x	-0,1x	-0,5x	-0,6x	-0,5x

Källa: Bergs, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,24	3,03	12,0	6,66	6,03	7,52	8,23
EPS, justerad	1,24	3,03	12,0	6,66	6,03	7,52	8,23
FCF per aktie	2,42	10,4	-0,20	13,6	9,05	7,33	5,35
Utdelning per aktie	0,00	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Eget kapital per aktie	31,8	36,1	46,6	53,1	56,2	60,7	65,9
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7

Källa: Bergs, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	20,6x	10,1x	4,5x	4,6x	5,7x	4,6x	4,2x
P/EK	0,8x	0,9x	1,2x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
P/FCF	10,5x	2,9x	Neg.	2,2x	3,8x	4,7x	6,4x
FCF-yield	10%	34%	Neg.	45%	26%	21%	16%
Direktavkastning	0,0%	6,5%	5,5%	9,9%	8,7%	8,7%	8,7%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	66,0%	24,9%	45,0%	49,7%	39,9%	36,4%
EV/EBITDA, justerad	11,7x	4,9x	4,2x	3,1x	3,7x	3,1x	2,9x
EV/EBIT, justerad	21,4x	7,5x	4,9x	4,3x	5,1x	4,1x	3,8x
EV	1 559	1 032	2 100	1 028	1 162	1 162	1 162
Aktiekurs	25,5	30,7	54,2	30,5	34,4	34,4	34,4

Källa: Bergs, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bergs (BRGB SS EQUITY)

Källa: EPB, IDC

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 frånsäger 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