



ERIK PENSER BANK

Penser Future | IT-tjänster | Sverige | 15 februari 2023

Codemill

Rekordstark avslutning på ett rekordår

Rekordstarkt 2022

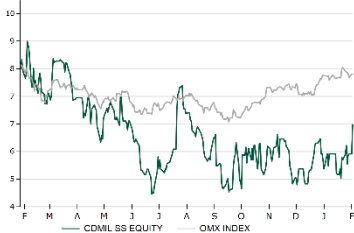
Codemill avslutade rekordåret 2022 starkt där både Q3 och Q4 uppvisade ökad lönsamhet och positivt EBITDA, trots minskade aktiveringar. För helåret 2022 växte Codemill med 65%, tillväxten inkluderar förvärvet av Cantemo och är därmed inte enbart organisk tillväxt. För det fjärde kvartalet redovisade Codemill en rekordomsättning på 16,4 mkr (11,1) vilket motsvarar en tillväxt på 48% y/y. Under året har bolaget tecknat flera avtal med namnkunniga parter som har potential att under kommande år utvecklas till att omfatta ytterligare avtal och försäljning av produkter.

Höjer tillväxten och sänker aktiveringar

Konsultverksamheten har vuxit kraftigt under 2022 och vi räknar med att utvecklingen fortsätter under 2023. Med befintliga kontrakt och flera nya UX avtal, som historiskt varit ett första avtal innan fördjupade samarbeten, som grund höjer vi prognoserna för konsultverksamheten under 2023. Vidare meddelade bolaget de stora utvecklingsarbetena nu är över, vi sänker därför aktiveringarna för kommande år. Effekten av sänkningen är en lägre EBITDA-marginal men ett stärkt kassaflöde. Vi ser positivt på utvecklingen och enligt våra estimat når Codemill ett neutralt kassaflöde under 2023.

Värdering

När denna analys skrivs handlar Codemill till en EV/S värdering för 2023 på 1,3x. Vilket är i linje med konsulternas värdering på i snitt 1,2x och ungefär 2-4x lägre än svenska mjukvarubolag. Vi ser positivt på Codemills utveckling mot ett positivt kassaflöde och anser att risken minskar om trenden fortsätter.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	8,4%	6,1%	5,3%	Totala intäkter	62	68	75	83	Potential
EBITDA, just.	-44,1%	-36,9%	-26,3%	Tillväxt	63%	10%	10%	11%	Risk
EPS, just.	n.m.	n.m.	n.m.	EBITDA, just.	1	9	11	12	Finansiell ställning
Kommande händelser				EBIT, just.	-13	-6	-3	0	Historik & meriter
				EPS, just.	-1,0	-0,4	-0,3	-0,1	
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	
				EK/aktie	3,6	3,1	2,8	2,7	
Q1 - rapport		12 maj 2023		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Aktiekurs
Q2 - rapport		25 augusti 2023		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,5 kr
Bolagsfakta (mkr)				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	
Antal aktier				EV/Sales	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x	Intressekonflikter
				EV/EBITDA	66,7x	9,2x	7,8x	6,6x	
Börsvärde				P/EK	1,4x	2,1x	2,3x	2,4x	Yes
				FCF yield	-	1%	3%	6%	
Nettoskuld				Nettoskuld/EBITDA	-5,7x	-0,6x	-0,8x	-1,1x	Likviditetsgarant
EV									✓
Free float									✓
Daglig handelsvolym, snitt									
Bloomberg Ticker									
CDMIL SS EQUITY									
Analytiker									
Hugo Lisjö									
hugo.lisjo@penser.se									

Investment case

Det är tydligt att trenden för att använda video som media är accelererande. Streamingtjänsterna vill ha exklusivt material och producerar mer innehåll själva, vilket leder till ett ökat antal produktioner och ett utökat utbud, marknadsföringsbranschen gör fler kundanpassade filmer för att nå vald kundgrupp, stora företag använder video i marknadsföring och för intern utbildning. Detta är bara några av alla trender som leder till att videoproduktionen ökar.

Videomarknaden har inte kommit lika långt som många andra branscher vad gäller flytt till moln- och webbaserade tjänster. Samtidigt blir filerna större och tyngre p.g.a. förbättrad bildkvalitet, och kan idag vara för stora för att skickas. Därför sparas filerna oftast på en intern server, vilket kan skapa problem när fler personer ska arbeta i samma fil och/eller från olika geografier. Tack vare Codemills produkter kan flera personer arbeta simultant i en webbvänlig version med mindre filstorlek än originalfilen.

Codemill har lyckats få några av världens största video- och mediebolag som kunder. Penetrationen hos befintlig kundstock är idag relativt låg då fokus varit att upparbeta goda relationer att bygga vidare på. Bolaget har nyligen släppt nyheter om att fler av världens största techbolag valt deras produkter och att ett flertal kunder valt att utöka avtalen.

Bolagsprofil

Codemill är en pionjär inom sin nischade marknad. Bolaget levererar sin egenutvecklade modulära webbaserade mjukvara, för att effektivisera produktion och distribution av video och film. Modulerna innehåller mjukvara som underlättar allt från redigering och klippning till kvalitetskontroll av video, ljud, undertexter m.m. Produkterna har integrerad AI för att automatisera annars tidsödande steg i produktionen. Målgruppen är stora bolag med minst 200 anställda inom video- och mediebranschen, men kan även vara storbolag inom andra branscher som producerar eget videomaterial eller marknadsföringsbyråer. Idag kommer intäkterna till ca 50% från konsultverksamheten och 50% är återkommande intäkter från licens- och supportavtal. Konsultavtalen är klassiska IT-konsulttjänster, men blir mer och mer av en understödsverksamhet till mjukvaruportföljen.

Värdering

Eftersom Codemill är en blandning av ett mjukvarubolag med stabila återkommande intäkter och en IT-konsult inom media- och videomarknaden består värderingsgruppen av IT-konsulter, SaaS-bolag och företag med koppling till videomarknaden. Videobolagen är noterade på amerikanska börsen men vi anser att dessa ändå är relevanta eftersom drygt hälften av intäkterna kommer från USA och den typen av kunder.

IT-konsulterna värderas till ett snitt EV/S för 2023 på 1,2x vilket är lägst av de tre undergrupperna. Bland bolagen med video-koppling sticker Adobe ut som betydligt högre värderad med EV/S 2023 8,9x medan de andra, vilka är mer jämnt värderade, landar i snitt på 4,2x. Bland SaaS-bolagen är Lime dyrast med EV/S 6,2x för 2023. Övriga har en jämnare värdering, och snittet för gruppen är 5,6x för 2023. Med våra estimat handlar Codemill på EV/S 2023 1,3x. Tabeller och diagram med mer utförliga data finns i slutet av analysen.

Den starka avslutningen borgar för ett starkt 2023

Vi höjer våra intäktsprognoser för konsultintäkterna då bolaget har en stark utveckling i UX affären, vilken skapar möjligheter för ytterligare konsulttjänster samt mjukvaruförsäljning. För mjukvarudelen sänker vi marginellt tillväxttakten under 2023, detta för att det tagit längre tid än att konvertera order till sälj. Vi räknar nu med att ARR ska växa med 19% under 2023. Av de 19% består 5% av prisökningar som märks redan under Q1 och resterande 14% är volymökning.

Vidare sänker vi aktiverat arbete då det stora utvecklingsarbetet är genomfört. Framöver kommer större utvecklingsarbeten, och därmed aktiveringar, ske i samband med enskilda större projekt. Codemill kommer alltid att utveckla sina produkter, om än inte i samma tempo som tidigare, varpå vi sänker aktiveringstakten per år. Vi sänker aktiveringar för 2023 från tidigare ca. 16 mkr till dryga 10 mkr, vilket får en stor påverkan på resultatet men positiv påverkan för kassaflödet.

Som en del i kostnadsbesparingsprogrammet har Codemill minskat antalet anställda. För att klara fortsatt tillväxt kommer Codemill i större utsträckning att anlita underkonsulter för speciella projekt. Det gör organisationen mer dynamisk och anpassningsbar beroende på orderingången. Fler underkonsulter kommer att påverka bruttomarginalen, men å andra sidan kommer personalkostnaderna inte att öka i samma takt.

Avskrivningarna beror främst på tidigare upparbetade utvecklingsarbeten och kommer att fortsätta på ungefär samma nivå som tidigare. Lägre aktiveringar och avskrivningar på samma nivå kommer att påverka resultatet negativt, men kassaflödet positivt. Aktiveringarna är kopplade till utvecklingskostnader som påverkar kassaflödet, men det gör inte avskrivningar. Vi räknar således med att kassaflödet kommer att se bättre ut än resultatet framöver.

Efter våra förändringar räknar vi med att Codemill har ett neutralt kassaflöde under 2023 och att det under 2024 slår om till positivt. Resultatmässigt räknar vi med positivt EBITDA från och med 2022, men att lägre aktiveringar och avskrivningar på samma nivå gör att EBIT fortsätter att vara negativt.

Nya estimat	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	57	66	73	81
Tillväxt	65%	14%	11%	11%
EBITDA	1	9	11	12
EBITDA-marginal	1,2%	11,6%	12,6%	13,6%
EPS (kr)	(1,0)	(0,4)	(0,3)	(0,1)

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	54	60	69	77
Tillväxt	57%	11%	14%	12%
EBITDA	3	16	17	17
EBITDA-marginal	3,5%	20,5%	19,9%	18,7%
EPS (kr)	(0,9)	(0,0)	(0,0)	0,0

Förändring i %	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	6%	9%	6%	5%
EBITDA	n.a.	-44%	-37%	-26%
EPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

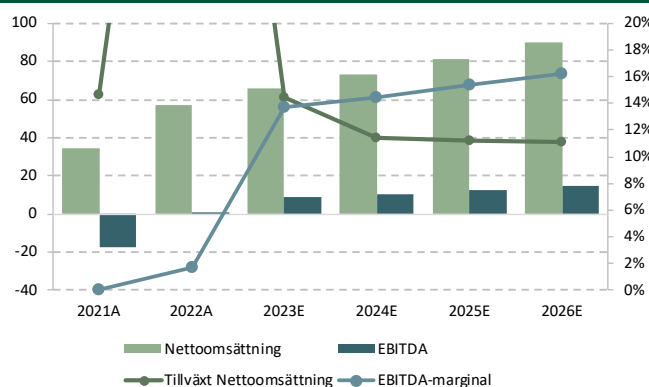
Jämförelsetabell

Under det fjärde kvartalet stod återkommande mjukvaruintäkter för 44% av Codemills intäkter, resterande 56% stod konsultverksamheten för. Ser vi till hur Codemill idag värderas handlar bolaget strax över konsultbolagen för kommande år. Svenska mjukvarubolag handlas i till multiplar som är mellan ungefär 2-4x högre än Codemills. Bolagets närmsta peer Blackbird, noterat i UK, har inga prognoser för kommande år men är i dagsläget ungefär 8x högre värderat än Codemill.

Värdering	MCAP (MSEK)	EV (MSEK)	EV / Sales			EV / EBITDA		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Codemill	88	83	1,5x	1,5x	1,3x	88,2x	88x	9,2x
TietoEVRY	38 019	45 982	1,4x	1,4x	1,4x	8,4x	8,4x	8,2x
Knowit	6 068	6 904	1,1x	1,0x	0,9x	9,1x	9,1x	8,9x
Avid Technology, Inc.	13 883	15 831	3,6x	3,6x	3,3x	23,9x	17,9x	15,5x
Netflix, Inc.	1 658 256	1 771 549	5,4x	5,4x	5,0x	8,4x	26,1x	22,9x
Adobe Inc.	1 782 733	1 767 132	9,8x	9,7x	8,9x	24,7x	19,3x	18,0x
FormPipe Software	1 274	1 356	2,8x	2,8x	2,5x	16,9x	19,1x	12,5x
Upsales Technology	1 266	1 217	10,0x	9,4x	7,1x	41,0x	34,8x	24,8x
Lime Technologies	3 191	3 420	7,3x	7,0x	6,2x	25,8x	22,3x	20,0x
Vitec Software Group	18 487	16 975	8,6x	8,6x	6,7x	22,7x	23,9x	18,5x
Blackbird	550	408	11,7x	-	-	-	-	-

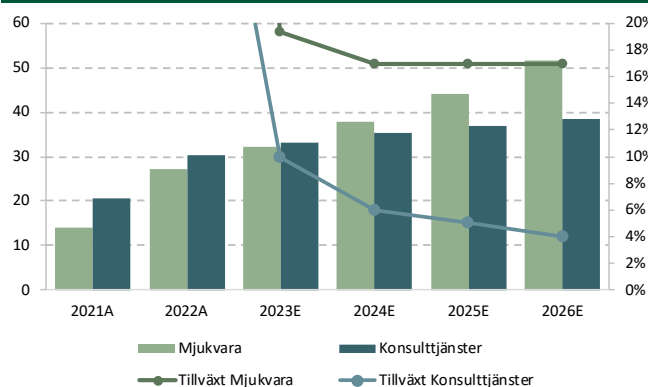
Källa: FactSet, 14-02-2023

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, mkr



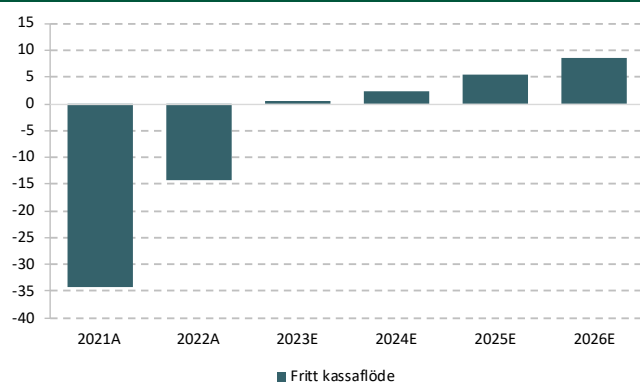
Källa: Codemill, EPB

Prognostiserade intäkter och tillväxt per segment, mkr



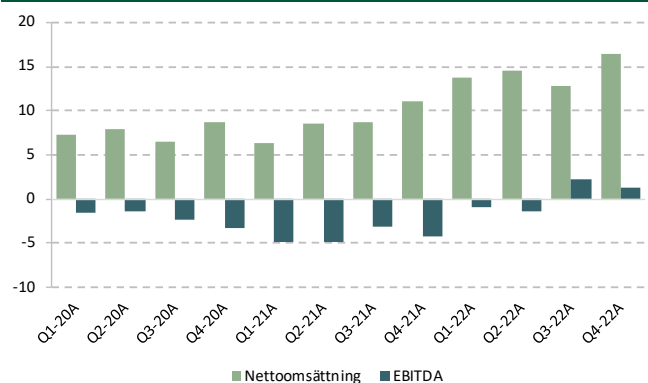
Källa: Codemill, EPB

Prognoser över bolagets fria kassaflöde



Källa: Codemill, EPB

Nettoomsättning och EBITDA kvartalsutveckling



Källa: Codemill, EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	30	35	57	66	73	81	90
Övriga rörelseintäkter	2	3	4	2	2	2	1
Totala intäkter	32	38	62	68	75	83	92
Kostnad sålda varor	-6	-7	-7	-8	-9	-11	-12
Bruttoresultat	26	31	55	59	65	72	80
Försäljningskostnader	-38	-49	-50	-49	-51	-54	-57
Övriga rörelsekostnader	3	1	-3	-2	-4	-6	-8
EBITDA	-9	-17	1	9	11	12	15
EBITDA, justerad	-9	-17	1	9	11	12	15
EBITA, justerad	-9	-17	1	9	11	12	15
EBIT	-15	-28	-13	-6	-3	0	2
EBIT, justerad	-15	-28	-13	-6	-3	0	2
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-15	-28	-14	-6	-4	-1	2
Resultat före skatt, justerad	-15	-28	-14	-6	-4	-1	2
Total skatt	0	-1	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-16	-29	-14	-6	-4	-1	2
Nettoresultat, justerad	-16	-29	-14	-6	-4	-1	2
Intäktstillväxt	-	18%	63%	10%	10%	11%	11%
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	90,6%	89,5%	89,0%	88,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,45	-0,29	-0,09	0,13
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Codemill, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-15	-28	-13	-6	-3	0	2
Övriga kassaflödesposter	5	10	13	14	13	12	11
Förändringar i rörelsekapital	5	2	0	2	2	3	3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-16	0	11	12	14	17
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-13	-18	-14	-10	-10	-9	-8
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-1	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-13	-19	-14	-10	-10	-9	-8
Fritt kassaflöde	-18	-34	-14	0	2	5	9
Förvärv och avyttringar	2	-18	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	44	60	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-3	1	-2	-1	0	0	0
Utdelningar	0	-4	0	0	0	0	0
Övriga poster	-2	-4	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	36	-2	-1	0	0	0
Kassaflöde	24	1	-16	0	2	5	9
Nettoskuld	-14	-19	-5	-6	-8	-14	-22

Källa: Codemill, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0	17	15	14	12	10	8
Övriga immateriella tillgångar	35	36	37	34	32	30	28
Övriga anläggningstillgångar	0	1	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	35	53	53	49	44	40	36
Kundfordringar	5	11	12	13	14	15	17
Övriga omsättningstillgångar	3	6	6	8	9	10	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	29	12	12	15	20	28
Summa omsättningstillgångar	35	45	30	33	38	45	57
SUMMA TILLGÅNGAR	70	99	83	82	82	86	93
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	39	62	49	42	39	37	39
Summa eget kapital	39	62	49	42	39	37	39
Långfristiga räntebärande skulder	11	7	5	4	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	2	2	2	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	13	9	7	6	6	6	6
Kortfristiga räntebärande skulder	2	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	3	3	3	3	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	14	22	23	28	31	36	42
Summa kortfristiga skulder	19	28	28	33	37	42	48
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	70	99	83	82	82	86	93

Källa: Codemill, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	18%	63%	10%	10%	11%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	18%	18%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	87,3%	89,3%	95,5%	90,6%	89,5%	89,0%	88,6%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	1,6%	13,7%	14,5%	15,4%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	1,6%	13,7%	14,5%	15,4%	16,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,9%

Källa: Codemill, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%

Källa: Codemill, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	15%	28%	19%	18%	19%	19%	19%
Leverantörsskulder / KSV	49%	45%	44%	40%	42%	36%	33%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	46%	50%	46%	56%	58%	60%	62%
Rörelsekapital / totala intäkter	-27%	-23%	-14%	-15%	-16%	-18%	-19%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,5x	1,1x	1,4x	1,7x	1,9x	2,0x

Källa: Codemill, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-14	-19	-5	-6	-8	-14	-22
Soliditet	55%	63%	59%	52%	47%	44%	42%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,1x	-5,7x	-0,6x	-0,8x	-1,1x	-1,5x

Källa: Codemill, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,68	-2,12	-1,00	-0,45	-0,29	-0,09	0,13
EPS, justerad	-1,68	-2,12	-1,00	-0,45	-0,29	-0,09	0,13
FCF per aktie	-1,94	-2,51	-1,04	0,04	0,17	0,40	0,63
Eget kapital per aktie	3,98	4,57	3,56	3,11	2,83	2,74	2,86
Antal aktier vid årets slut, m	9,71	13,7	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,30	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6

Källa: Codemill, EPB

Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	51,5x
P/EK	Neg.	2,2x	1,4x	2,1x	2,3x	2,4x	2,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	178,8x	38,7x	16,4x	10,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	3%	6%	10%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	3,1x	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	66,7x	9,2x	7,8x	6,6x	5,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,7x
EV	Neg.	117	63	83	83	83	83
Aktiekurs	-	10,0	5,0	6,5	6,5	6,5	6,5

Källa: Codemill, 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.

Estimat och risk

Penser Future-analyser innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

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 informations spridning, 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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

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