



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 27 februari 2023

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

Renodling fortsatt prioritet för bolaget

Nedskrivningar av fastighetsvärden dominerar rapporten

Hysesintäkterna i kvartalet var 1 850 mkr. Driftsnettot var 1 105 mkr, vilket motsvarar en överskottsgrad om 60%. Resultatet före värdeförändringar av fastigheter och skatt uppgick till -1 036 mkr, siffran belastas av en negativ valutaeffekt om -580 mkr samt värdeförändringar i JVn om -1 378 mkr. Justerat förvaltningsresultat var 1 236 mkr. Resultatet i kvartalet var -7 949 mkr, varav -3 590 mkr är kopplat till värdeminskningar av fastigheter och -3 202 mkr till utdelningen av Neobo. Ett kraftigt negativt resultat bidrog till att sänka det långsiktiga substansvärdet till 31,3 kr jämfört med 40,1 kr i Q3'22. Dotterbolaget Sveafastigheter kommer genomföra en utvärdering om börsnotering.

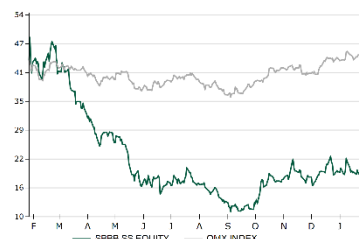
Stark kärnaffär

SBB äger samhällsfastigheter och bostadsfastigheter. Båda tillgångarna kännetecknas av långa kontrakt och låg risk för vakans. Vi bedömer att vakansrisken är låg då hyresvärdet för SBBs fastigheter är väsentligt lägre än vid nyproduktion. I dagsläget har SBB en av Nordens största byggrättsportföljer för samhällsfastigheter och bostäder. Vi bedömer att denna kommer kunna bidra till att intjäning och NAV ökar framöver. Under 2022 har bolaget fokuserat på att stärka sin balansräkning. Vi bedömer att detta arbete kommer göra att bolaget bibehåller sina kreditbetyg.

Estimatförändringar i linje med intjäningsförmågan

Vi sänker våra estimat för hyresintäkter med i snitt 9% de kommande åren. Detta eftersom vi justerar våra estimat för frånträden i bl.a Neobo och andra transaktioner som slutförts eller kommer slutföras under året. Vidare sänker vi vårt estimat för långsiktigt NAV med i snitt 22%. Detta sker p.g.a. frånträdet av Neobo samt en justering av den minoritetspost som uppkom i samband med Brookfield-transaktionen. Givet ett fortsatt osäkert läge på finansieringsmarknaden och för att justera förändringar i eget kapital sänker vi vårt motiverade värde till 22-25 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	22 - 25 kr
Hysesintäkter	-9,1%	-9,2%	-	Hysesintäkter	7 447	7 160	7 442	7 614	Aktiekurs	15,6 kr
IFPM	-5,1%	-3,1%	-	Hyrestillväxt	26%	-4%	4%	2%	Riskenivå	Låg
EPRA NRV	-23,1%	-23,3%	-	Driftsnetto	4 881	5 294	5 539	5 708	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				Överskottsgrad	66%	74%	74%	75%		
Q1 - rapport		28 april 2023		IFPM	-416	3 898	3 777	3 647	Intressekonflikter	
Q2 - rapport		14 juli 2023		IFPM, tillväxt	21%	8%	5%	3%		
Bolagsfakta (mkr)				EPRA NRV	31,3	34,2	35,0	35,0	Yes	
Antal aktier		1 455m		EPRA NRV	-36%	9%	2%	0%		
Börsvärde		24 203		CEPS	0,8	2,0	1,9	1,9	No	
Nettoskuld		82 235		CEPS, tillväxt	-50%	>100%	-5%	-4%		
EV		35 222		P/IFPM	-61,6x	6,2x	6,4x	6,6x	Likviditetsgarant	
Free float		76%		P/CEPS	21,7x	8,1x	8,5x	8,9x		
Daglig handelsvolym, snitt		21 225k		P/NAV	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	Certified adviser	
Bloomberg Ticker		SBBB SS EQUITY		Implicit yield	6,5%	8,0%	8,4%	8,6%		
Analytiker				ROE	Neg.	3,4%	4,1%	4,9%	Transaktioner 12m	
Rikard Engberg				DPS	1,4	1,5	1,5	1,5		
rikard.engberg@penser.se				DPS, tillväxt	9%	1%	1%	2%		
				Belåningsgrad	49%	45%	45%	45%		
				ICR	2,9x	2,3x	2,1x	1,9x		
				Snittränta	2,1%	2,4%	3,0%	3,0%		



Investment case

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa objekt är samhällsfastigheter i Norden och bostadsfastigheter i Sverige. Bolaget har historiskt visat en imponerande tillväxt i NAV och förvaltningsresultat. Vi ser även potential för utveckling av bolagets bostadsportfölj som i dagsläget utgörs av ca 63 000 lägenheter.

Stabil intäktsström

Bostäder och samhällsfastigheter kännetecknas av stabila kassaflöden med långa kontrakt. Hyreskontrakten för samhällsfastigheterna i portföljen har en genomsnittlig kontraktstid på 10 år. Båda fastighetstyperna är dessutom mindre konjunkturkänsliga än både kontor och handel.

Samhällsfastigheter har seglat upp som en favorit hos många institutionella investerare. Detta på grund av deras stabila kassaflöden och låga risk. Vi tror att SBB kan bli ett intressant alternativ för många institutioner som vill öka sin exponering inom den här sektorn, i synnerhet när bolaget kommer bli mer renodlat genom en utdelning av en bostadsportfölj om 18 mdkr.

SBB är en av de största ägarna av bostadsbyggrätter i Norden då man i dagsläget har en projektportfölj om ca 63 000 lägenheter. Denna portfölj är i dagsläget upptagen till ca 4 000 mkr i balansräkningen eller ca 1 300 kr per kvadratmeter. Vi bedömer att marknadspriset på dessa är minst 5-8 000 kronor per kvadratmeter. Vi bedömer att SBB kommer driva detaljplan och utveckla dessa byggrätter över tid, vilket kommer generera ett starkt kassaflöde. Bolaget kan fortsätta den inslagna strategin att minska skuldsättning genom att avyttra delar av dessa.

Värdering

Givet särnoteringen av Neobo samt de strukturaffärer som genomförts under Q4 justerar vi vårt motiverade värde till 22-25 kr från tidigare 27-29 kr.

Sammanfattning av året och kvartalet i korthet

Hysesintäkterna under 2023 uppgick till 7 447 mkr och motsvarar en tillväxt om 26%. Driftsnettot för helåret uppgick till 4 881 mkr och motsvarar en ökning med 21%. Resultat före skatt uppgick till -10 548 mkr. Resultatet belastas under året av följande poster:

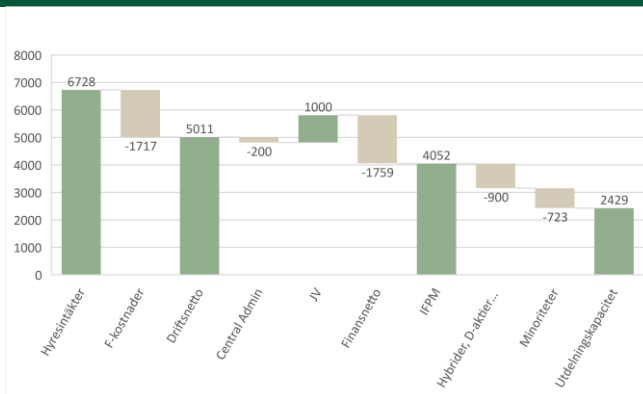
- Värdeförändringar av fastigheter under året uppgick till -4 571 mkr. Värdeförändringarna är drivna av ett ändrat finansieringsklimat och transaktionsklimat, vilket resulterat i att fastighetsportföljens direktavkastning har stigit till 4,1% mot tidigare 3,8%.
- Realisationsresultat vid utdelning av Neobo uppgick till -3 202 mkr
- Resultat från JV/intressebolag uppgick till -1 866 mkr. I denna siffra ingår en nedskrivning av bolagets ägande i JM om -551 mkr

Kvartalet har dominerats av ett antal strukturåtgärder och finansiella auktioner av bolaget:

- **Särnoteringen av Neobo:** I samband med bolagets Q3-rapport beslutades att bostadsfastigheter till ett värde av 16 331 mkr skulle paketeras i ett bolag och delas ut till aktieägarna. Utdelningen sänkte SBBs intjäningsförmåga, men den säkerställda belåningsgraden hos SBB sjönk, vilket gynnar bolagets kreditbetyg. Vi bedömer att SBBs intjäningsförmåga sjunker med ca 900 mkr för hyresintäkter. Som en följd av transaktionen sjönk eget kapital med totalt 9 148 mkr
- **Avyttrande av utbildningsfastigheter till Brookfield:** SBB sålde samtliga sina fastigheter inom utbildning till en separat bolag vid namn EduCo. Transaktionsvärdet kommer att uppgå till max 46 100 mkr. Värdering skedde i linje med bokfört värde per Q3'22. 49% av detta bolag således sedan till den kanadensiska kapitalförvaltaren Brookfield. Transaktionen tillförde SBB 9 200 mkr i cash med en eventuell tilläggsköpeskilling om 1 200 mkr. Transaktionen stärker SBBs finansiella ställning och möjliggör ett försvarande av kreditbetyget. Den ger dock upphov till en större andel av resultatet som är hänförligt till minoriteter, vilket sänker våra estimat för NAV och möjlig utdelningsförmåga
- **Återköp av obligationer:** SBB har under kvartalet köpt tillbaka obligationer till ett värde av EUR 501m. De återköpta obligationerna hade ett nominellt värde om EUR 631m. Kursvinsten redovisas delvis som en positiv post i finansnettot. De återköpta hybriderna bokförs direkt mot eget kapital i balansräkningen
- I kvartalet presenterades även att SBB utvärderar att börsnotera dotterbolaget Sveafastigheter. Vid en notering skulle SBB avyttra ca 70% av innehavet. Det noterade bolaget skulle äga fastigheter till ett värde om ca 15 700 mkr och SBBs andel av substansen skulle uppgå till 8 000 mkr. Transaktionen skulle innebära ett mer renodlat SBB

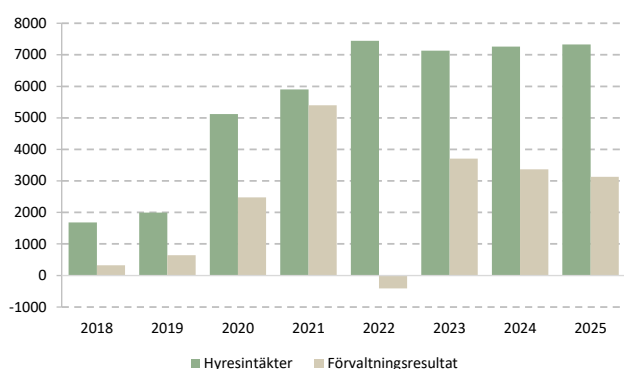
Sammanfattningsvis bedömer vi att SBB har lyckats med sin process att minska skuldsättningen som pågått under året och bör därför kunna försvara sitt kreditbetyg.

Intjäningsförmåga indikerar fortsatt möjlighet till utdelning...



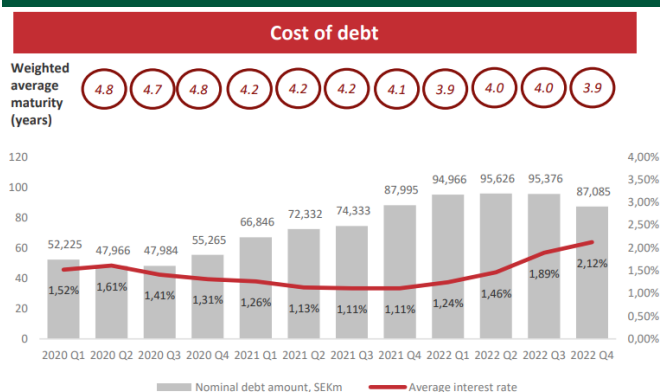
Källa: EPB, Bolaget

...och indexering av hyror



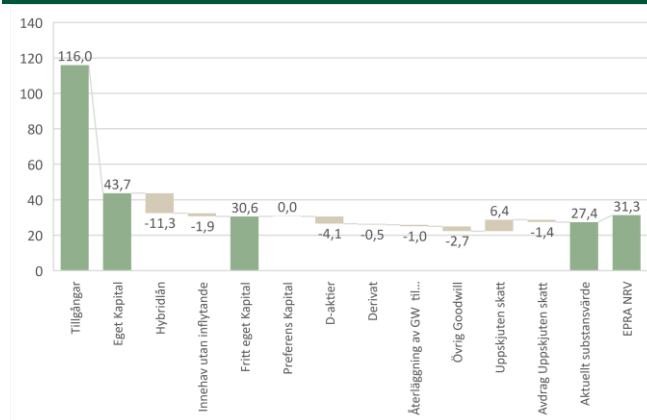
Källa: EPB, bolaget

...givet sjunkande skuldsättning...



Källa: EPB, bolaget

EPRA-NRV brygga



Källa: EPB, bolaget

Estimatförändringar

Vi justerar ned våra estimat för hyresintäkter med ca 9% under 2023-24. Anledningen till justeringen är de frånträden som gjorts i samband med b.la. Neobo-affären. På helåret 2023 ligger vi något över den nuvarande intjäningsförmågan givet de indexerings som kommer ske samt ett antal tillträden inom Fastighetsutveckling. Vi sänker våra NAV estimat med ca 22% p.g.a. lägre eget kapital som en följd av Neobo-transaktionen och att en större del av eget kapital nu går till minoriteter.

Värdering

Historiskt har fastighetsbolag handlat kring NAV. I vårt motiverade värde har vi tagit hänsyn till den volatila situationen på fastighetsmarknaden och värderar SBB på en rabatt vs NAV. Vi bedömer att denna rabatt kommer minska, givet att bolaget fortsätter sin renodling. För att justera för avyttrandet av Neobo och en ökad minoritetsandel sänker vi vårt motiverade värde till 22-25 kr från tidigare 27-29 kr.

Känslighetstabell

X-axel Nav-utveckling 2023, Y-axel P/Nav						
		-15%	-12,5%	-10,0%	-7,5%	-5,0%
70%		18,6	19,2	19,7	20,3	20,8
80%		21,3	21,9	22,6	23,2	23,8
90%		24,0	24,7	25,4	26,1	26,8
100%		26,6	27,4	28,2	29,0	29,8

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 900	7 447	7 160	7 442	7 614
Totala intäkter	1 996	5 121	5 900	7 447	7 160	7 442	7 614
Fastighetskostnader	-731	-1 642	-1 853	-2 566	-1 867	-1 903	-1 906
Driftsnetto	1 265	3 479	4 047	4 881	5 294	5 539	5 708
Central administration	-136	-224	-290	-433	-280	-280	-280
EBITDA, justerad	1 046	3 203	3 671	4 328	5 014	5 259	5 428
EBIT, justerad	1 046	3 203	3 671	4 328	5 014	5 259	5 428
EBIT	1 046	3 203	3 671	4 328	5 014	5 259	5 428
Resultatandel i intressebolag	92	144	2 814	(1 866)	875	875	875
Ränteintäkter	102	166	274	239	200	200	200
Räntekostnader	(482)	(973)	(1 063)	(1 498)	(2 190)	(2 557)	(2 855)
Övriga finansiella poster	(113)	(66)	(299)	(1 613)	0	0	0
Förvaltningsresultat	645	2 474	5 397	(410)	3 898	3 777	3 647
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 542	21 833	(7 768)	(1 000)	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	39	(675)	2 244	(2 370)	0	0	0
Resultat före skatt	3 137	10 341	29 474	-10 548	2 898	3 777	3 647
Skatter	-34	-165	-247	-295	-59	-77	-74
Minoritetsintressen	0	0	4 071	3 270	11 893	11 893	11 893
Nettoresultat, justerad	2 624	9 084	25 849	-9 811	2 307	3 006	3 573
Nettoresultat	2 624	9 084	25 849	-9 811	2 307	3 006	3 573

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat	645	2474	5690	-416	3898	3777	3647
Övriga kassaflödesposter	8	-3681	-3213	3901	-634	-652	-649
Förändringar i rörelsekapital	8799	-5794	2135	-1365	-109	-223	-228
Kassaflöde från den operativa verksamheten	9452	-7001	4612	2120	3155	2902	2770
Investeringsverksamheten	-57546	-3783	-27937	-1321	7382	-1207	-830
Utdelningar	-426	-853	-1846	-2837	-2483	-2497	-2526
Nyemission/återköp	60355	11540	-2519	-2069	0	0	0
Förändringar av lån	867	867	23894	-1303	-10000	0	0
Kassaflöde ifrån finansieringsverksamheten	60796	11554	19529	-6209	-12483	-2497	-2526
Periodens kassaflöde	12702	770	-3796	-5410	-1945	-802	-587

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	6 687	6 319	6 066	5 283	5 283	5 283	5 283
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	149 335	135 616	136 616	138 016	139 216
Övriga anläggningstillgångar	21	22	48	37	37	37	37
Summa anläggningstillgångar	89 302	103 893	181 852	161 084	162 434	164 134	165 582
Övriga omsättningstillgångar	53	91	219	106	106	106	106
Likvida medel och kortfristiga placeringar	13 899	13 606	9 890	4 850	2 905	2 103	1 516
Summa omsättningstillgångar	14 901	16 338	12 887	7 286	5 982	5 775	5 797
SUMMA TILLGÅNGAR	104 203	120 231	194 739	168 370	168 416	169 909	171 378
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	30 896	52 136	62 466	44 319	44 720	45 229	45 606
Minoritetsintressen	0	0	4 071	3 270	11 893	11 893	11 893
Summa eget kapital	30 896	52 136	83 832	63 337	72 361	72 870	73 247
Banklån, långfristiga	22 073	11 995	21 974	30 496	30 496	30 496	30 496
Långfristiga leasingsskulder	445	614	639	829	829	829	829
Summa långfristiga skulder	52 522	55 731	85 432	89 867	80 399	81 092	81 762
Banklån, Kortfristiga	3 912	69	1 758	3 400	3 400	3 400	3 400
Leverantörsskulder	131	117	181	456	456	456	456
Övriga kortfristiga skulder	10 356	3 639	11 192	6 431	6 921	7 084	7 711
Summa kortfristiga skulder	20 785	12 364	25 475	15 166	15 656	15 946	16 370
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	104 203	120 231	194 739	168 370	168 416	169 909	171 379

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	>100%	15%	26%	-4%	4%	2%
Vakansgrad	5%	6%	6%	4%	4%	4%	4%
Överskottsgrad	63%	68%	69%	66%	74%	74%	75%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	>100%	30%	19%
CEPS, tillväxt	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	>100%	Neg.	Neg.
Långsiktig NAV, tillväxt	Neg.	40,2%	74,1%	Neg.	9,1%	2,4%	Neg.
Eget kapital, tillväxt	Neg.	68,7%	60,8%	Neg.	14,2%	0,7%	0,5%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	>100%	16,3%	20,6%	8,5%	4,6%	3,0%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	66,7%	32,0%	9,1%	0,7%	1,4%	2,0%

Källa: EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	22%	38%	Neg.	3%	4%	5%
Yield	2%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
Implicit yield	1%	4%	2%	6%	8%	8%	9%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	42 637	42 274	78 744	83 064	75 009	75 938	76 322
Soliditet	30%	43%	43%	38%	43%	43%	43%
Nettoskultsättningsgrad	1,4x	0,8x	0,9x	1,3x	1,0x	1,0x	1,0x
Nettoskuld / EBITDA	40,8x	13,2x	21,5x	19,2x	15,0x	14,4x	14,1x
Snittränta	1,8%	1,3%	1,1%	2,1%	2,4%	3,0%	3,0%

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat per aktie	0,52	1,86	3,72	-0,28	2,68	2,60	2,51
EPS	2,12	6,84	17,8	-6,76	1,59	2,07	2,46
EPS, justerad	2,12	6,84	17,8	-6,76	1,59	2,07	2,46
FCF per aktie	0,42	1,63	1,61	0,80	2,04	1,95	1,86
Utdelning per aktie	0,60	1,00	1,32	1,44	1,45	1,47	1,50
Eget kapital per aktie	24,9	39,2	57,8	43,5	49,7	50,1	50,4
Antal aktier vid årets slut, m	1 241	1 329	1 450	1 455	1 455	1 455	1 455
Antal aktier efter utspädning, snitt	1 241	1 329	1 450	1 452	1 455	1 455	1 455
Långsiktigt NAV per aktie	20,0	28,1	48,9	31,3	34,2	35,0	35,0

Källa: EPB

Värdering

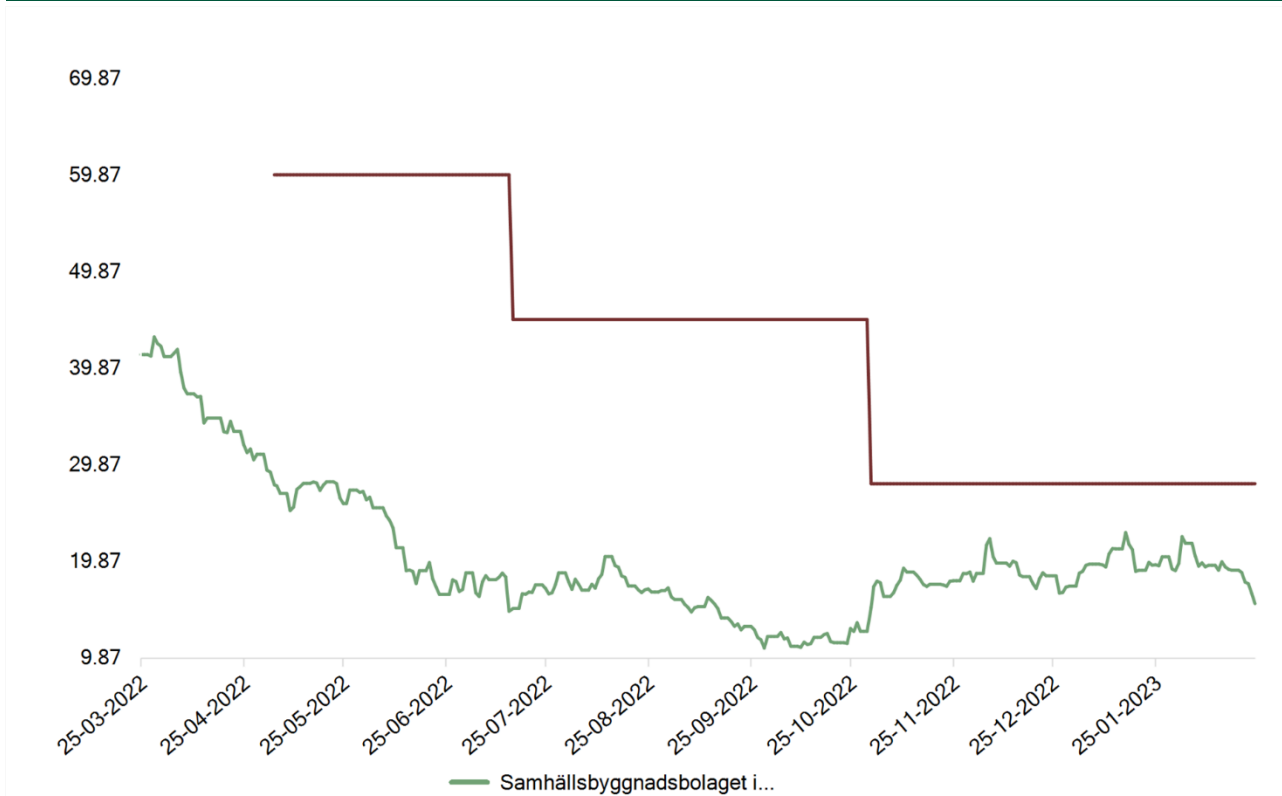
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/Förvaltningsresultat per aktie	44,1x	15,4x	17,8x	-61,6x	6,2x	6,4x	6,6x
P/E, justerad	10,8x	4,2x	3,7x	-2,6x	10,5x	8,1x	6,8x
P/EK	0,9x	0,7x	1,1x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
P/NAV	1,1x	1,0x	1,4x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
P/CEPS	54,9x	17,6x	41,2x	21,7x	8,1x	8,5x	8,9x
Direktavkastning	2,6%	3,5%	2,0%	8,3%	8,7%	8,8%	9,0%
EV/EBIT, justerad	28,4%	14,6%	7,4%	-21,3%	91,4%	71,1%	61,1%
EV	71 014	80 219	176 310	113 480	35 222	35 222	35 222
Aktiekurs	23,0	28,7	66,4	17,4	16,6	16,6	16,6

Källa: EPB

*ex. resultat från intressebolag och ränteintäkter

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBBB 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 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 likviditetssgarant 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