



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hemelektronik & Heminredning | Sverige | 28 februari 2023

Candles Scandinavia

Renodlar verksamheten och fokuserar på hållbar tillväxt

Renodling gav tillfällig inbromsning av tillväxttakten

Nettoomsättningen var 64 mkr för Q3 (okt-jan), +1% y/y, vilken påverkades negativt av utfasning av externa doftljusvarumärken. EBIT var 1,2 mkr, vilket indikerar en EBIT-marginal på 1,9% (-3,2%). Tillväxten på rullande 12-månadsbasis var 48%, vilket är helt i linje med vårt tillväxtscenario och avsevärt högre än Candles mål om 30% i snitt per år. Candles beslutade att öka investeringar i IT-automation, robotisering i produktionen och personaloptimering. Kostnadsbasen kommer sjunka med 20 mkr på rullande 12-månadersbasis med full effekt nästa räkenskapsår, 23/24.

Fokus på Privat Label-produktion och förvärv av varumärken

Candles har tagit ett strategiskt beslut att renodla verksamheten och fokusera helt på storskalig Privat-Label-produktion av naturliga doftljus. Parallellt kommer bolaget att utöka sin egen varumärkesportfölj genom företagsförvärv, vilket vi anser vara ett briljant sätt att växa snabbt och samtidigt expandera marginalerna. Utfasningen av externa varumärken i samarbetet med Newell är ett naturligt steg. Detta leder till att Candles kan fokusera på kärnverksamheten och det som gör bolaget så unikt, dvs. storskalig produktion av 100% hållbara doftljus.

Starkt tillväxt- och lönsamhetsscenario intakt – Motiverat värde 105-107 kr

Vi sänker nettoomsättningen med cirka 30 mkr för räkenskapsåret 22/23 till följd av avslutat distributionsavtal, men behåller vårt tillväxtscenario på 48% i snitt per år fram till 25/26e. Vi sänker EBIT-estimatet för innevarande räkenskapsår, men lämnar framtida estimat oförändrade. Effektiviseringsprogrammet och skalfördelar leder till marginalexpansion. Produktionskapaciteten kommer stegvis öka med 500% under det kommande året och en ny doftljusfabrik kommer tas i bruk i mars/april 2024. Vi räknar med en kraftig lönsamhetsförbättring under prognosperioden och potentiella förvärv av kända doftljusvarumärken kan expandera marginalerna ytterligare.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	105 - 107 kr	
Totala intäkter	-10,9%	-7,8%	-6,0%	164	223	342	499	Aktiekurs	45,5 kr	
EBIT, just.	-77,6%	2,5%	1,8%	Tillväxt	48%	36%	53%	46%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-66,3%	12,1%	14,0%	EBITDA, just.	-13	5	34	55	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser			EBIT, just.	-15	3	32	52			
Q4 - rapport	12 juni 2023		EPS, just.	-1,7	0,4	2,9	4,9			
Q1 - rapport	29 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	66%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	5,4	11,3	14,3	19,2			
Antal aktier	8,7m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	394		EBIT-marginal	Neg.	1,6%	9,7%	10,9%			
Nettoskuld	(12)		ROE, just.	Neg.	5,1%	23,0%	29,2%			
EV	382		ROCE, just.	Neg.	3,9%	18,7%	25,5%			
Free float	18%		EV/Sales	3,7x	1,7x	1,1x	0,8x			
Daglig handelsvolym, snitt	6k		EV/EBITDA	-	71,8x	11,2x	6,9x			
Bloomberg Ticker	CANDLEB SS EQUITY		EV/EBIT	-	113,0x	12,0x	7,3x			
Analytiker			P/E, just.	-	109,6x	15,5x	9,3x	Intressekonflikter		
Mathias Carlson			P/EK	13,8x	4,0x	3,2x	2,4x	Yes	No	
mathias.carlson@penser.se			FCF yield	-	-	-	3%	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	-1,2x	-1,2x	-0,2x	-0,3x	Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Candles har en unik och ledande marknadsposition på den europeiska doftljusmarknaden. Candles erbjuder högkvalitativa doftljus av 100% naturligt vax i storskalig produktion. Efterfrågan på hållbara doftljus är stark, vilket återspeglas i Candles genomsnittliga tillväxt om cirka 50% de senaste tre åren. Kunderna efterfrågar ett hållbart alternativ till de dominerande, paraffinbaserade, doftljusen. Paraffin utvinns av fossilt bränsle. Vår bedömning är att Candles kommer att leverera en tillväxt om nära 50% i snitt de kommande fyra åren drivet av kundernas ökade fokus på miljö och hälsa. Candles har utformat en tillväxtstrategi för att realisera de stora värden som ligger i bolagets unika produkt erbjudande. Produktionskapacitet är flaskhalsen för ökad tillväxt och Candles kommer att investera i en ny fabrik för kostnadseffektiv produktion på industriell skala som kommer att stå klar i slutet av första kvartalet 2024. Produktionskapaciteten ökas från dagens 3,5 miljoner ljus per år till 15 miljoner - en ökning med cirka 500%.

Bolagsprofil

Candles tillverkar doftljus med 100% växtbaserat, biologiskt nedbrytbart vax, baserat på svenskodlad raps. Candles unika marknadsposition och styrka är en kostnadseffektiv metod för storskalig produktion av kundanpassade doftljus av naturligt vax. Candles erbjuder ett hållbart alternativ i en marknad som domineras av paraffinvax som utvinns av fossilt bränsle.

Bolaget bedriver sin verksamhet inom tre affärsområden:

1. **Private label** – kundanpassad tillverkning av naturliga doftljus och rumsdofter. Referenskunder är Rituals, H&M, Åhléns och Lyko.
2. **Brands** – Candles äger den exklusiva distributionsrätten i Norden för de världsledande varumärkena Yankee Candle, WoodWick och Millefiori Milano. Produktportföljen består av doftljus och rumsdofter. Candles har sagt upp avtalet med Newel, vilket innebär att distributionen av Yankee Candle, WoodWick och Millefiori Milano kommer att fasas ut etappvis under 2023.
3. **Home party** – ett helt nytt affärsområde som fokuserar på D2C-försäljning (Direct-to-Consumer) i Norden. Försäljning sker via så kallad nätverksförsäljning, eller multi-level marketing, vilket innebär personlig direktförsäljning till slutkund.

Värdering

Vi värderar Candles med en DCF-modell för att fånga upp den starka långsiktiga tillväxtprognosen. Candles levererar negativa kassaflöden kommande två år, men från 2024–25 väntar vi oss en stark utväxling i kassaflödet drivet av den nya fabriken och en skalbar produktionskapacitet. Vår bedömning är att Candles har potentialen att växa starkt organiskt under många år tack vare sin unika marknadsposition. Vi antar en WACC på 13,0%, långsiktig EBIT-marginal på 9,0% samt långsiktig tillväxt om 2,0%.

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är 105-107 kronor per aktie. Candles är ett ungt börsbolag och måste bygga "track-record" för att realisera det motiverade värdet. Viktiga milstolpar måste uppfyllas så som: 1) Leverera tillväxt på cirka 50% de kommande åren, 2) Den nya fabriken måste stå klar i slutet av första kvartalet 2024, 3) Flytten av produktion och uppstart måste ske utan att tappa tillväxtmomentum och kostnads kontroll och 4) Vi vill se att lönsamheten förbättras kraftigt under 2023/24, efter två år av kraftig tillväxt och höga investeringskostnader. Det är viktigt att lyfta fram den begränsade likviditeten i aktien som en hämmande faktor i realiseringen av Candles verkliga värde. Dagens "free-float" är 18%.

Värdering

Tabell 1: DCF - Antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	238	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	651	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	889	Småbolagspremie	5,0%	Terminalvärdets andel av EV	73%
Nettoskuld, senast rapporterad	-12	Extra risk-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	13,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	901			Rörelsekapital, % av omsättning	23%
Antal utstående aktier, full utspädning	8,7			Skattesats	21%
Eget kapital per aktie	104				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF – känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	12,0%	114	120	125	132	139	12,0%	54	90	125	161	197	
	12,5%	104	109	114	120	126	12,5%	49	81	114	147	180	
	13,0%	96	100	104	109	114	13,0%	44	74	104	134	164	
	13,5%	88	91	95	99	104	13,5%	40	68	95	123	150	
	14,0%	81	84	87	91	95	14,0%	37	62	87	113	138	

Källa: EPB

Resultaträkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	45	74	107	158	215	330	482	703
Övriga rörelseintäkter	1	2	4	6	8	12	18	26
Totala intäkter	46	75	111	164	223	342	499	729
Kostnad sålda varor	-17	-36	-61	-97	-127	-191	-279	-408
Bruttoresultat	30	40	50	67	96	151	220	321
Övriga rörelsekostnader	-31	-34	-36	-80	-91	-116	-165	-236
EBITDA	-1	6	14	-13	5	34	55	85
EBITDA, justerad	-1	6	14	-13	5	34	55	85
Avskrivningar	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4
EBITA, justerad	-2	5	13	-15	3	32	52	81
EBIT	-2	5	13	-15	3	32	52	81
EBIT, justerad	-2	5	13	-15	3	32	52	81
Finansnetto	-1	-1	-4	-1	1	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-3	3	10	-16	4	31	52	80
Resultat före skatt, justerad	-3	3	10	-16	4	31	52	80
Total skatt	0	0	-2	3	-1	-6	-11	-17
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	1	1	2
Nettoresultat	-3	3	7	-13	4	25	42	66
Nettoresultat, justerad	-3	3	7	-13	4	25	42	66
Intäkstillväxt	-	64%	47%	48%	36%	53%	46%	46%
Bruttomarginal	65,7%	54,1%	47,1%	42,1%	44,7%	45,7%	45,7%	45,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,6%	9,7%	10,9%	11,6%
EPS, justerad	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,42	2,94	4,88	7,61
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-66%	N.m.	N.m.	>100%	66%	56%

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Kassaflödesanalys

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	-2	5	13	-15	3	32	52	81
Övriga kassaflödesposter	2	-1	-2	0	2	-4	-7	-12
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	-7	-20	-26	-17	-18	-23
Kassaflöde från den operationella verksamheten	0	0	4	-35	-20	11	27	47
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-8	-8	-10	-11
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	-2	-3	-5	-7
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	0	-3	-3	-10	-12	-14	-18
Fritt kassaflöde	0	0	1	-38	-30	-1	12	29
Nyemission / återköp	0	0	0	42	52	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	-1	0	45	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	0	-1	42	97	0	0	0
Kassaflöde	0	0	0	4	67	-1	12	29
Nettoskuld	18	23	18	16	-6	-6	-18	-47

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	3	2	3	3	5	7	11	17
Materiella anläggningstillgångar	1	1	2	3	9	15	23	32
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	5	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	4	4	5	11	19	28	40	54
Varulager	24	28	40	65	90	106	130	176
Kundfordringar	8	15	8	15	22	49	72	91
Övriga omsättningstillgångar	1	2	3	3	4	7	9	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	0	4	72	71	84	113
Summa omsättningstillgångar	33	46	51	88	188	233	295	394
SUMMA TILLGÅNGAR	37	49	56	99	207	261	335	447
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2	5	13	42	98	122	163	227
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	1	2	5
Summa eget kapital	2	5	13	42	98	123	166	232
Långfristiga räntebärande skulder	9	9	6	2	47	47	47	47
Summa långfristiga skulder	9	9	6	2	47	47	47	47
Kortfristiga räntebärande skulder	9	14	12	19	19	19	19	19
Leverantörsskulder	13	11	10	19	22	40	58	84
Övriga kortfristiga skulder	4	10	15	17	22	32	46	66
Summa kortfristiga skulder	27	35	37	54	62	90	122	169
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	37	49	56	99	207	261	335	447

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	-	64%	47%	48%	36%	53%	46%	46%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	>100%	61%	53%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	>100%	64%	55%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-66%	N.m.	N.m.	>100%	66%	56%
Bruttomarginal	65,7%	54,1%	47,1%	42,1%	44,7%	45,7%	45,7%	45,7%
EBITDA-marginal	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	2,5%	10,4%	11,5%	12,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	2,5%	10,4%	11,5%	12,1%
EBIT-marginal	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,6%	9,7%	10,9%	11,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,6%	9,7%	10,9%	11,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	4,2%	6,8%	Neg.	1,7%	7,7%	8,8%	9,4%

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Avkastning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	87%	80%	Neg.	5%	23%	29%	33%
ROCE, justerad	Neg.	19%	41%	Neg.	4%	19%	25%	31%
ROIC, justerad	Neg.	19%	44%	Neg.	5%	31%	40%	49%

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Kapitaleffektivitet

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	53%	38%	36%	40%	41%	31%	26%	24%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	20%	7%	9%	10%	14%	14%	13%
Leverantörsskulder / KSV	80%	32%	16%	20%	17%	21%	21%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	56%	51%	38%	31%	28%	29%	28%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	33%	23%	29%	33%	26%	22%	18%
Kapitalomsättningshastighet	2,3x	2,6x	3,6x	2,6x	1,4x	1,8x	2,2x	2,5x

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	18	23	18	16	-6	-6	-18	-47
Soliditet	5%	10%	23%	43%	47%	47%	49%	52%
Nettoskulsättningsgrad	8,9x	4,5x	1,4x	0,4x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-16,7x	4,0x	1,2x	-1,2x	-1,2x	-0,2x	-0,3x	-0,6x

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,42	2,94	4,88	7,61
EPS, justerad	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,42	2,94	4,88	7,61
FCF per aktie	0,00	-0,11	0,18	-4,81	-3,43	-0,07	1,44	3,38
Eget kapital per aktie	2,03	5,14	1,86	5,42	11,3	14,3	19,2	26,8
Antal aktier vid årets slut, m	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65
Antal aktier efter utspädning, snitt	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65

Källa: Candles Scandinavia, EPB

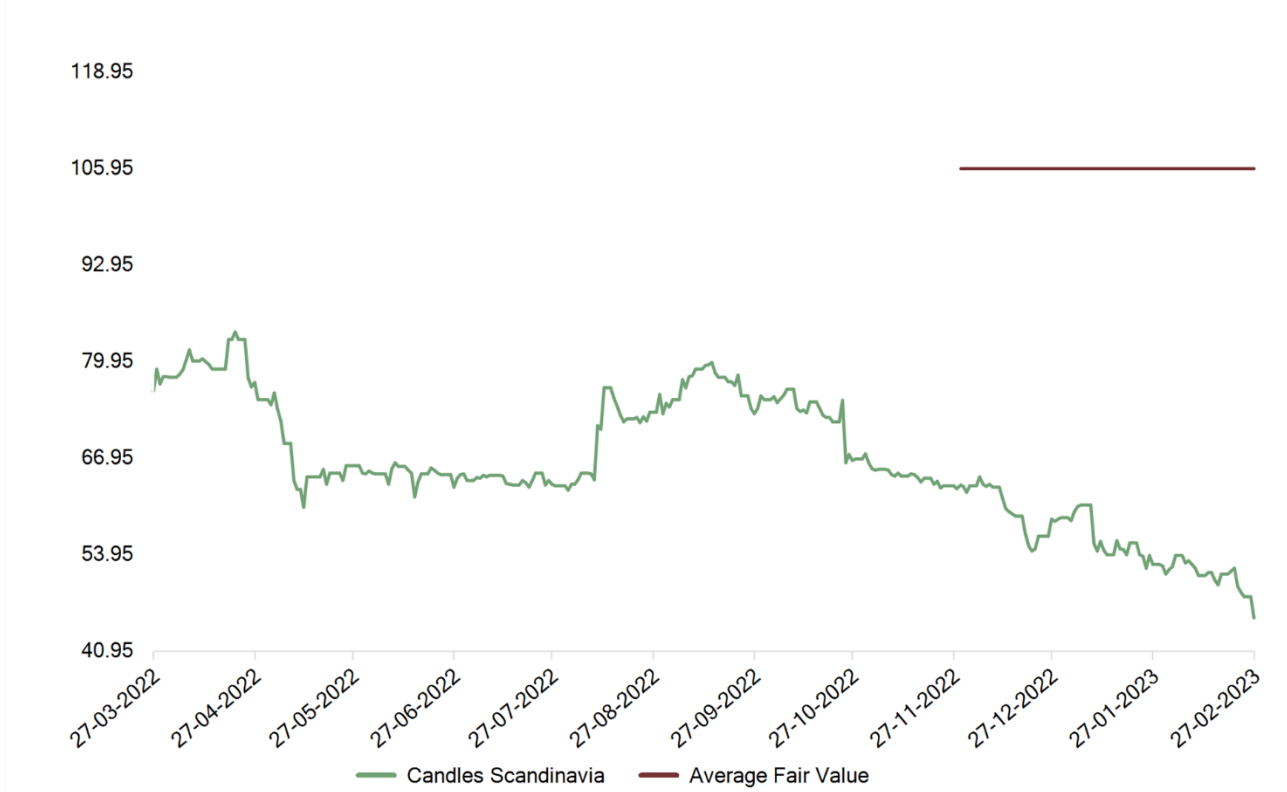
Värdering

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	109,6x	15,5x	9,3x	6,0x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	13,8x	4,0x	3,2x	2,4x	1,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31,5x	13,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	7%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	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%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,7x	1,7x	1,1x	0,8x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	71,8x	11,2x	6,9x	4,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	113,0x	12,0x	7,3x	4,8x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	603	382	383	384	386
Aktiekurs	-	-	-	74,9	45,5	45,5	45,5	45,5

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Candles Scandinavia (CANDLEB 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