



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 13 april 2023

Waystream

Bra tillväxt i Q1'23 och vår långsiktiga syn är oförändrad

Bra tillväxt i Q1'23 med en svagare marginal y/y

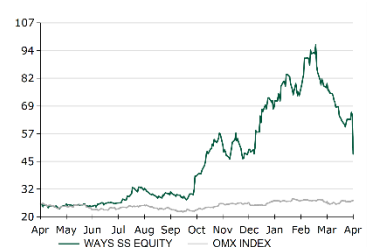
Waystream rapporterade en nettoomsättning på 30,4 mkr (25,3 mkr) vilket innebar en tillväxt på 20%, i linje med Q1'22 (20%), men lägre än det exceptionellt starka Q4'22 (94%). Bruttomarginalen försvagades till 61% från Q1-22 (68%). Waystream har med sitt ökade fokus på den europeiska marknaden sålt en större andel produkter med lägre marginal jämfört med Q1'22. EBIT på 0,3 mkr var svagare y/y (4,2 mkr) drivet av en lägre bruttomarginal och högre kostnader för satsningar på tillväxt. En större order har dessutom skjutits på framtiden, vilket slår på nedersta raden.

Rapporten i linje med vårt scenario

Vi anser att rapporten är väl i linje med vårt scenario. 2022 präglades av en exceptionell tillväxt med starka marginaler. Tillväxten varierar över tid och mellan kvartal, och bolagets satsningar på nya marknader (ex. Tyskland) och nya krävande kunder (ex. Telia) kräver mer resurser i det korta perspektivet. Samtidigt bör dessa satsningar bära frukt i form av högre tillväxt kommande år, i kombination med att marginalerna håller sig inom bolagets uppsatta målsättning (15-20% EBIT-marginal).

Vi behåller prognoser och motiverat värde oförändrat

Vi behåller vår syn efter rapporten för Q1'23, och håller prognoser och motiverat värde oförändrat. Waystream är ett kvalitetsbolag som agerar på marknader med starka inträdesbarriärer. Bolaget har en solid marknadsposition på den nordiska marknaden, och satsar nu på fortsatt tillväxt utanför Norden, framför allt i Europa. Med sin bas hos stadsnätskunder börjar bolaget alltmer bearbeta de stora telekomoperatörerna. Bolagets starka historik av lönsam tillväxt, i kombination med en stark balansräkning, ger goda förutsättningar att ta del av den kraftiga tillväxt som förväntas inom bredbandsutbyggnad. Aktiens svaghet på senare tid innebär ett bra ingångsvärde för en god kursutveckling framöver.

Estimatändring			Prognos (mkr)					Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	76 - 80 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	149	169	225	265	Aktiekurs	47,9 kr	
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	50%	13%	33%	18%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	33	36	45	52	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	26	29	38	45			
Q2 - rapport	13 juli 2023		EPS, just.	2,5	2,7	3,5	5,3			
Q3 - rapport	19 oktober 2023		EPS-tillväxt, just.	34%	12%	30%	51%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	9,0	11,0	13,7	17,0			
Antal aktier	8,1m		Utdelning per aktie	0,8	0,9	1,0	1,1			
Börsvärde	386		EBIT-marginal	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%			
Nettoskuld	(18)		ROE, just.	31,7%	27,3%	28,7%	34,9%			
EV	368		ROCE, just.	39,2%	34,0%	35,9%	34,3%			
Free float	65%		EV/Sales	3,5x	2,2x	1,6x	1,4x			
Daglig handelsvolym, snitt	118k		EV/EBITDA	15,7x	10,2x	8,2x	7,1x	Intressekonflikter		
Bloomberg Ticker	WAYS SS EQUITY		EV/EBIT	19,7x	12,6x	9,7x	8,2x			
Analytiker			P/E, just.	27,3x	17,5x	13,5x	9,0x			
Örjan Rödén			P/EK	7,5x	4,4x	3,5x	2,8x			
orjan.rodén@penser.se			Direktavkastning	1,1%	1,8%	2,1%	2,3%			
			FCF yield	0%	3%	5%	9%			
			Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,4x			
								Likviditetsgarant	Yes	No
								Certified adviser		✓
								Transaktioner 12m		✓

Investment case

Starka inträdesbarriärer och minskad konkurrens har skapat en stark marknadsposition

I takt med att den geopolitiska risken har förskjutits de senaste åren har Waystream lyckats ta marknadsandelar från Huawei och premium-segmentet präglas nu av Waystreams marknadsdominans. Bolagets satsningar på hållbarhet med lokal produktion har bidragit till detta, utöver den geopolitiska dimensionen. Samtidigt har den starka marknadspositionen samt den stabila historiken av fungerande och lättanvänd hård- och mjukvara lett till höga inträdesbarriärer. Vi ser kombinationen av dessa som mycket attraktiv.

Lönsam tillväxt

Med lokal produktion, hållbara produkter, fokus på kärnverksamhet och samarbete med partners inom resursintensiva områden har Waystream kunnat växa lönsamt. Vi bedömer att omsättningen kommer fortsätta växa med höga tvåsiffriga tal kommande år, vilket kommer leda till en fördubbling av försäljningen de kommande fyra åren, samt att marginalen kommer fortsätta ligga på strax under 20%.

Står inför en kraftig expansion i Europa

Bredbandsinfrastrukturen förväntas växa kraftigt de närmaste åren i Europa. Exempelvis räknar FTTH Council Europe med att antalet nya uppkopplade hushåll i EU kommer växa med 11% CAGR per år de kommande fem åren. Till den ökade penetrationen tillkommer konvertering av äldre tekniker som har lägre hastigheter än dagens standard på minst 1 Gbit/s.

Bolagsprofil

Waystream är verksamt inom bredbandsinfrastruktur. Bolaget producerar, säljer och marknadsför access-switchar som förbinder en bredbandskund till stomnätet. Det är i access-switchen som operatörer styr kundens tjänsteutbud, och den är därför central i operatörens förmåga att generera intäkter för en bredbandsuppkoppling. Bolaget är verksamt i Sverige (34% av försäljningen 2022), Norden utanför Sverige (51%) och utanför Norden, framför allt övriga Europa (15%).

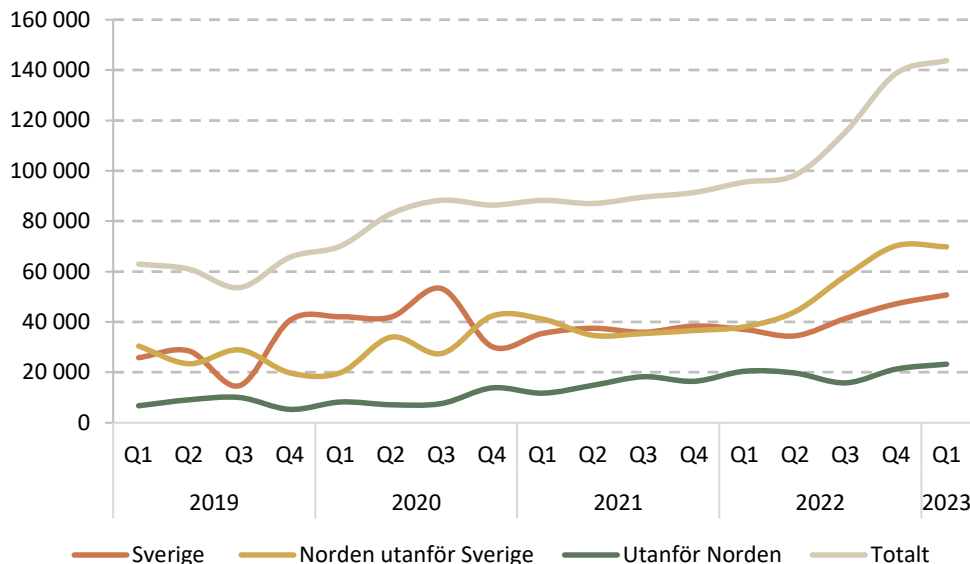
Värdering och motiverat värde

Vi värderar aktien med en EBITDA-multipel på 13x på 2024e års EBITDA, vilket är i linje med Hexatronic, som uppvisar stora likheter med Waystream. Detta ger ett motiverat värde på 76-80 kr per aktie. Vårt DCF-värde uppgår till på 80 kr per aktie.

Kvartalet i detalj

Waystream rapporterade en nettoomsättning på 30,4 mkr (25,3 mkr) vilket innebar en tillväxt på 20%, i linje med Q1'22 (20%), men lägre än det exceptionellt starka Q4'22 (94%). På rullande 12 månader ökade försäljningen i Sverige med 37%, i övriga Norden med 83% och utanför Norden med 14%. Totalt ökade den rullande 12-månaders försäljningen med 51%.

Försäljning, rullande 12m



Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginalen försvagades till 61% från Q1-22 (68%). Waystream har med sitt ökade fokus på den europeiska marknaden sålt en större andel produkter med lägre marginal jämfört med Q1'22. Detta bör över tid kompenseras av en fortsatt god tillväxt med god lönsamhet.

Bruttomarginal



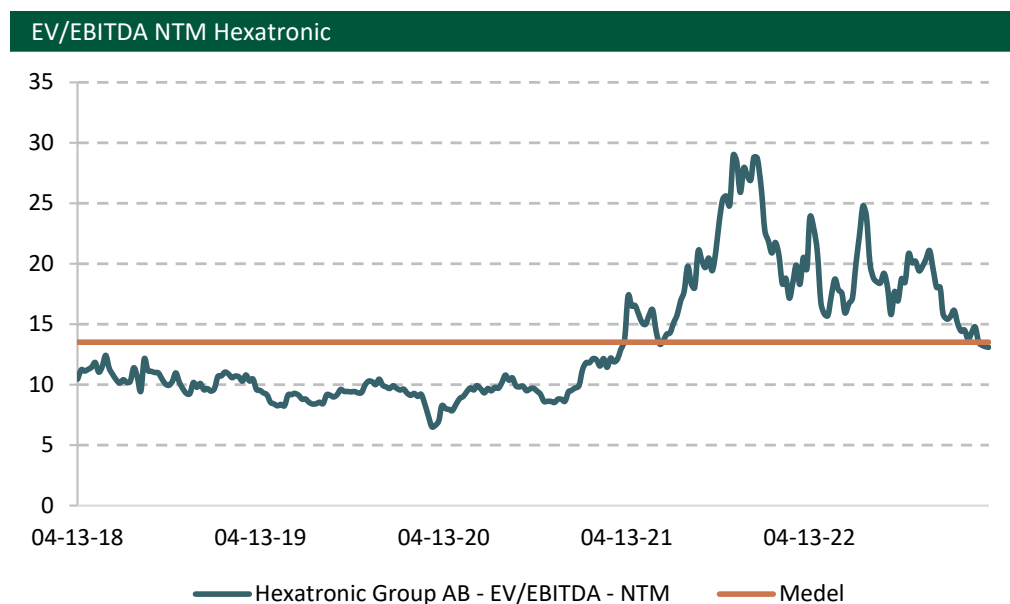
Källa: Bolaget, EPB

EBIT på 0,3 mkr var svagare y/y (4,2 mkr) drivet av en lägre bruttomarginal och högre kostnader för satsningar på tillväxt; Opex ökade med 45%. En större order har dessutom skjutits på framtiden, vilket slår på nedersta raden.

Ett glädjeämne i rapporten är att komponentbristen nu verkar lösas upp. Bolaget har sett en märkbar förbättring senaste veckorna, vilket möjliggör en ökad produktionstakt, givet att det fortsätter. Med en förmåga att bygga lager ökar leveranskapaciteten, samtidigt som risken för marknadsandelstförluster, på grund av att konkurrenter har mer produkter på lager, minskar.

Värdering och motiverat värde

Vi behåller vår värderingsansats med en EV/EBITDA på 13x, i linje med det historiska snittet för Hexatronic, applicerat på vår 2024e prognos. Bolagen är till viss del olika, men uppvisar även många likheter. Sammantaget anser vi det vara det bästa jämförelseobjektet i dagsläget.



Källa: FactSet, EPB

Detta ger ett värde på 78 kr, vilket ger ett motiverat värde på 76-80 kr per aktie.

Motiverat värde, beräkning		Motiverat värde, känslighetsanalys					
EBITDA 2024, mkr	45						
Målmutipel, x	13						
Motiverat företagsvärde, mkr	585						
Nettokassa 2024, mkr	-44						
Motiverat värde	629						
Aktier, m	8,1						
Värde per aktie	78						

		EBITDA				
		35	40	45	50	55
EV/EBITDA	12,0	58	65	72	80	87
	12,5	60	67	75	83	91
	13,0	62	70	78	86	94
	13,5	64	72	81	89	97
	14,0	66	75	84	92	101

Källa: EPB

Källa: EPB

DCF inklusive känslighetsanalys:

DCF

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	243	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	403	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
Företagsvärde (EV)	647	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-25	Extra risk-premie	-1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	11,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	672			Skattesats	20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	8				
Eget kapital per aktie	80				

Källa: EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%			13,0%	15,5%	18,0%	20,5%	23,0%
WACC	10,0%	87	91	95	101	108	10,0%	95	95	95	95	95	
	10,5%	80	83	87	92	97	10,5%	87	87	87	87	87	
	11,0%	74	77	80	84	88	11,0%	80	80	80	80	80	
	11,5%	69	71	74	77	81	11,5%	74	74	74	74	74	
	12,0%	64	66	69	71	74	12,0%	69	69	69	69	69	

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	70	66	86	91	139	160	216	256
Övriga rörelseintäkter	5	9	4	8	11	9	9	9
Totala intäkter	75	74	90	100	149	169	225	265
Kostnad sålda varor	-35	-29	-35	-34	-62	-72	-97	-114
Bruttoresultat	39	45	55	65	87	98	128	150
Övriga rörelsekostnader	-40	-31	-34	-41	-55	-61	-83	-98
EBITDA	-1	14	21	25	33	36	45	52
EBITDA, justerad	-1	14	21	25	33	36	45	52
Avskrivningar	-30	-4	-6	-6	-7	-7	-7	-7
EBITA, justerad	-31	10	16	19	26	29	38	45
EBIT	-31	10	16	19	26	29	38	45
EBIT, justerad	-10	10	16	19	26	29	38	45
Finansnetto	0	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-31	9	16	19	26	29	38	45
Resultat före skatt, justerad	-10	9	16	19	26	29	38	45
Total skatt	6	-2	-3	-4	-6	-6	-8	0
Nettoresultat	-25	7	12	15	21	23	30	45
Nettoresultat, justerad	-4	7	12	15	21	23	30	45
Intäktstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	13%	33%	18%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	60,9%	59,4%	58,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	12%	30%	51%

Källa: Waystream, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-31	10	16	19	26	29	38	45
Övriga kassaflödesposter	30	4	6	6	7	5	4	3
Förändringar i rörelsekapital	5	-2	-10	2	-23	-11	-15	-4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	12	12	27	10	23	27	44
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-9	-4	-8	-9	-9	-9	-9
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-9	-4	-9	-9	-9	-9	-9
Fritt kassaflöde	-1	3	8	18	1	14	18	35
Nyemission / återköp	0	3	0	1	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	-6	-7	-8
Övriga poster	0	-2	-5	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	1	-5	1	0	-6	-7	-8
Kassaflöde	-1	4	2	18	1	8	11	27
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-33	-44	-71

Källa: Waystream, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	4	3	2	1	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	12	17	16	20	23	25	27	29
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	8	5	3	2	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	23	26	21	24	25	27	29	31
Varulager	6	4	9	7	21	21	28	38
Kundfordringar	7	16	15	17	36	40	54	64
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	4	18	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	8	26	27	35	46	73
Summa omsättningstillgångar	17	28	34	55	102	114	146	193
SUMMA TILLGÅNGAR	41	54	55	78	127	141	175	224
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	16	26	39	54	75	92	115	142
Summa eget kapital	16	26	39	54	75	92	115	142
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	2	7	12	17
Summa långfristiga skulder	1	0	0	1	2	7	12	17
Kortfristiga räntebärande skulder	8	7	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	6	11	7	8	28	21	24	32
Övriga kortfristiga skulder	10	10	7	14	20	19	22	30
Summa kortfristiga skulder	23	27	16	23	50	42	49	65
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	41	54	55	78	127	141	175	224

Källa: Waystream, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	13%	33%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	16%	32%	10%	24%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	58%	21%	39%	11%	30%	18%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	12%	30%	51%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	60,9%	59,4%	58,8%
EBITDA-marginal	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	22,6%	20,8%	20,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	22,6%	20,8%	20,3%
EBIT-marginal	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,0%	14,1%	16,2%	14,8%	14,3%	13,8%	17,5%

Källa: Waystream, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	34%	37%	32%	32%	27%	29%	35%
ROCE, justerad	Neg.	34%	42%	39%	39%	34%	36%	34%
ROIC, justerad	Neg.	39%	52%	60%	65%	53%	58%	63%

Källa: Waystream, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	8%	6%	10%	7%	14%	12%	12%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	22%	16%	17%	24%	24%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	16%	36%	20%	22%	45%	29%	25%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	46%	23%	31%	43%	32%	27%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	2%	13%	8%	18%	23%	24%	22%
Kapitalomsättningshastighet	3,0x	2,2x	2,2x	1,8x	1,9x	1,8x	1,9x	1,8x

Källa: Waystream, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-33	-44	-71
Soliditet	40%	49%	71%	69%	59%	65%	66%	63%
Nettoskulsättningsgrad	0,4x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-10,0x	0,1x	-0,3x	-1,0x	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,4x

Källa: Waystream, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,64	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	2,73	3,55	5,35
FCF per aktie	-0,22	0,38	0,96	2,18	0,12	1,63	2,15	4,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	0,85	1,00	1,10
Eget kapital per aktie	2,40	3,36	4,80	6,74	8,99	11,0	13,7	17,0
Antal aktier vid årets slut, m	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,81	7,80	8,07	8,07	8,39	8,39	8,39	8,39

Källa: Waystream, EPB

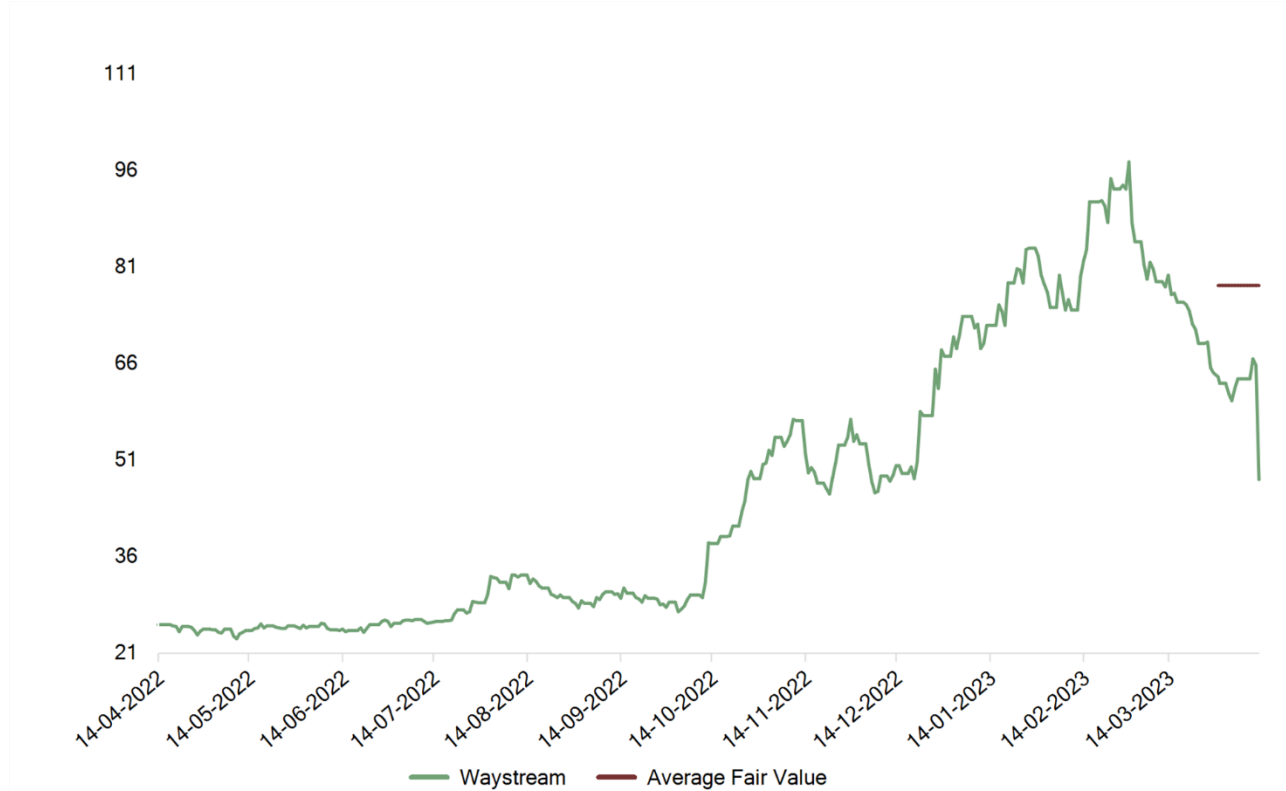
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	4,6x	12,0x	13,2x	27,3x	17,5x	13,5x	9,0x
P/EK	1,3x	1,3x	3,8x	3,6x	7,5x	4,4x	3,5x	2,8x
P/FCF	Neg.	11,0x	18,9x	11,0x	574,8x	29,3x	22,2x	11,5x
FCF-yield	Neg.	9%	5%	9%	0%	3%	5%	9%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,8%	2,1%	2,3%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	31,1%	28,2%	20,6%
EV/Sales	0,4x	0,4x	1,6x	1,7x	3,5x	2,2x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,2x	6,5x	6,8x	15,7x	10,2x	8,2x	7,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	9,0x	9,0x	19,7x	12,6x	9,7x	8,2x
EV	28	31	140	170	515	368	368	368
Aktiekurs	3,1	4,2	18,1	24,1	67,0	47,9	47,9	47,9

Källa: Waystream, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Waystream (WAYS 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 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 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