



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 04 maj 2023

Eastnine

Stark inledning på året

Stark inledning på året med högsta förvaltningsresultat någonsin

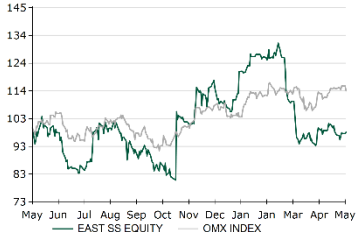
Totala hyresintäkter uppgick till cirka EUR 9,1m, motsvarade en ökning på 45% jämfört med Q1'22 och 12% i jämfört fastighetsbestånd. Trots ett sämre konjunkturläge och ett ökat utbud redovisade bolaget en positiv nettouthyrning och en ekonomisk uthyrningsgrad som steg till 96,6%. Kostnadsbilden fortsätter att förbättras, både fastighets- och administrationskostnader minskade med cirka 9% y/y. Orealiserade värdeförändringar uppgick till EUR -16,8m, motsvarande en värdeminskning på cirka 2,8%, drivet av högre direktavkastningskrav för kontorsfastigheter som steg med 32 baspunkter till 5,9%. Substansvärde (EPRA NAV) uppgick till EUR 21,4 per aktie.

Fortsatt försäljningsdiskussioner av MFG-innehavet

Under kvartalet beslutade parterna (Eastnine och Sistema PJFC) att avsluta avtalet avseende avyttring av Eastnines andel i Melon Fashion Group (MFG), som uppgår till 36%, p.g.a. regulatoriska omständigheter. Eastnine meddelade att man fortfarande har för avsikt att sälja innehavet och för diskussioner med potentiella köpare. Enligt bolaget sker försäljningsdiskussioner på samma prisnivå som det tidigare avtalet, dvs. det redovisade värdet på EUR 193m. Vid en eventuell försäljning av MFG till bokfört värde skulle nettobelåningsgraden sjunka till kring 20%, allt annat lika, då det riskfyllda innehavet ersätts med en stor kassa. Sammantaget är avyttringen av MFG avgörande för att bolaget ska uppnå uppsatta mål och bli ett renodlat fastighetsbolag samt fortsätta växa.

Marginella estimatförändring och oförändrat motiverat värde

Vi gör marginella justeringar i våra estimat för 2023–25. För närvarande värderas aktien till P/CEPS på 15x (2024e) och P/EPRA NAV på 0,43x (2024e), vilket är en signifikant rabatt på 57% och cirka 27% (exklusive redovisat värde av innehavet i MFG). På kort sikt bedömer vi att aktiekursutvecklingen är starkt beroende av att avyttringen av innehavet i MFG genomförs. Givet att försäljningen av innehavet i MFG går igenom som planerat kommer bolaget att vara relativt välkapitaliserat, vilket skapar goda tillväxtmöjligheter.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	140 - 145 kr
Hysesintäkter	2,5%	2,8%	2,8%	Hysesintäkter	30	37	38	39	Aktiekurs	104 kr
PFFPM	2,5%	0,2%	0,2%	Hyrestillväxt	41%	21%	3%	3%	Riskenivå	Medium
EPRA NAV	-1,8%	-0,3%	-0,3%	Driftnetto	27	34	35	36		
Kommande händelser				Överskottsgrad	91%	92%	92%	91%	Kursutveckling 12 mån	
				PFFPM	13	16	16	17		
				PFFPM, tillväxt	43%	22%	3%	3%		
Q2 - rapport	07 juli 2023			EPRA NAV	21,9	22,2	22,8	23,1		
Q3 - rapport	26 oktober 2023			EPRA NAV, tillväxt	24%	1%	3%	1%		
Bolagsfakta (m€)				CEPS	0,6	0,7	0,7	0,7		
				CEPS, tillväxt	42%	18%	-2%	2%		
				P/PFFM per aktie	17,5x	11,5x	11,6x	11,3x		
Antal aktier	22m			P/CEPS	17,9x	12,1x	12,3x	12,0x		
Börsvärde	194			P/EPRA NAV	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x		
Nettoskuld	308			Implicit yield	9,1%	14,4%	15,2%	14,5%		
EV	502			ROE	25,4%	Neg.	3,2%	3,2%		
Free float	45%			Utdelning per aktie	0,3	0,3	0,3	0,3		
Daglig handelsvolym, snitt	2k			Belåningsgrad	13,8%	13,1%	12,6%	17,5%		
Bloomberg Ticker	EAST SS EQUITY			Räntetäckningsgrad	2,5x	2,3x	2,3x	2,2x		
Analytiker				Snittränta	2,9%	3,9%	4,1%	4,0%	Intressekonflikter	
						Yes	No			
						Yes	No			
Rodriguez Meshe rodriguez.meshe@penser.se								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Affärsmodell med stort hållbarhetsfokus

Eastnines fastigheter är belägna i attraktiva och centrala lägen i de baltiska huvudstäderna och Poznan som är Polens femte största stad. Bolaget lägger stor vikt vid att jobba med hållbarhet och har som mål att vara klimatneutrala till 2030. Med bolagets centralt belägna fastigheter och dess stora fokus på hållbarhet bedömer vi att bolaget har en konkurrensfördel för att kontinuerligt bibehålla och attrahera hyresgäster.

Historisk god tillväxt med stabila kassaflöden

Bolaget har historiskt sett visat på en god tillväxt i hyresintäkter, som i kombination med stabila hyresgäster ger en god visibilitet och stabilitet i kassaflöden.

Potential för ytterligare förvärv

Eastnine har som mål att ha ett fastighetsbestånd om EUR 700m mot slutet av 2023. Vid utgången av första kvartalet 2023 uppgick värdet på fastighetsbeståndet till EUR 590m. Med dess starka balansräkning och goda kassaflödesgenerering ser vi goda möjligheter till ytterligare förvärv och vinsttillväxt.

Bolagsprofil

Eastnine (EAST) är ett svensknoterat fastighetsbolag med inriktning på kontors- och logistikfastigheter i Baltikum och Polen. Fastigheterna kännetecknas av stabila kassaflöden givet att majoriteten av bolagets hyresgäster utgörs av stora nordiska bolag med internationell verksamhet. Bolagets fokus på hållbarhet, vilket öppnar upp möjligheterna till kapitalmarknaden, i kombination med dess starka balansräkning, ger goda möjligheter till ytterligare förvärv och därmed vinsttillväxt.

Värdering

Vi använder en relativ värderingsansats som baseras på P/EPRA NAV och P/CEPS-multiplar. För närvarande värderas aktien till P/CEPS på 15x (2024e) och P/EPRA NAV på 0,43x (2024e), vilket är en signifikant rabatt på 57% och cirka 27% (exklusive redovisat värde av innehavet i MFG). Vår grupp av jämförbara bolag värderas till en genomsnittlig rabatt på 25% i förhållande till bedömt EPRA NAV (2024e) och en genomsnittlig P/CEPS-multiplik på 17x (2024e).

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är oförändrat och uppgår till 140–145 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

Hyresintäkterna ökade med 45% y/y och uppgick till cirka EUR 9,1m drivet av högre fastighetsbestånd, högre uthyrningsgrad, högre uppnådda hyresnivåer i nytecknade hyresavtal och omförhandlingar. I jämförbart fastighetsbestånd ökade hyresintäkterna med 12%. Nettouthyrningen för första kvartalet var positiv och uppgick till EUR 65 000. Den genomsnittliga årshyran för nytecknade avtal under första kvartalet uppgick till EUR 209 per kvm och omförhandling av hyresavtal har skett till EUR 189 i årshyra per kvm.

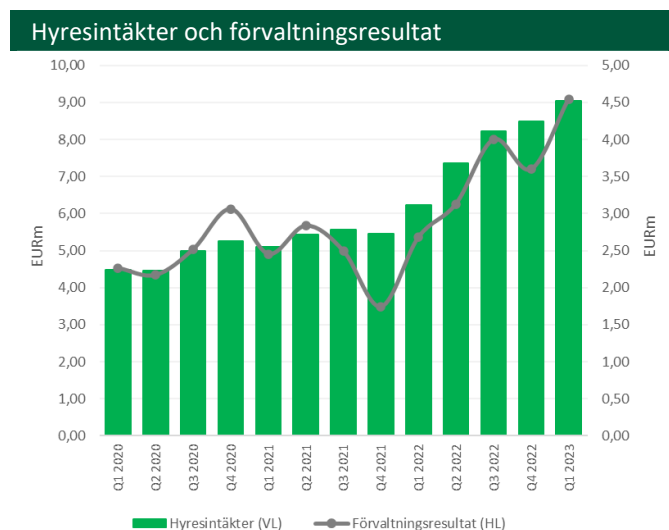
Driftsnettot uppgick till EUR 8,4 m, vilket är en ökning med 52% y/y. Den kraftiga ökningen förklaras av minskade vakanser, ökade hyresintäkter i befintligt bestånd samt skalfördelar i förvaltning. Detta återspeglas i överskottsgraden som uppgick till 92,5% mot 90% i Q1'22.

Förvaltningsresultatet uppgick till 4,6m, vilket är en ökning med 70% y/y, detta trots stigande finansieringskostnader. Sitträntan uppgick till 3,9% vs 3,4% vid årsskiftet. Vi ser således att bolaget börjar se de skalfördelar förenliga med ett större bestånd vi lyft i tidigare analyser.

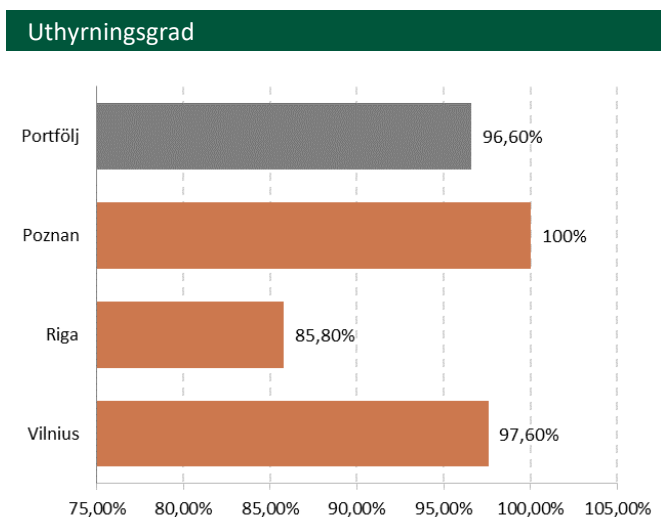
Under första kvartalet uppgick de orealiserade värdeförändringarna till EUR -16,8m, motsvarande en värdeminskning på 2,8%, drivet av högre direktavkastningskrav för kontorsfastigheter. Det vägda avkastningskravet steg med cirka 30 baspunkter och uppgick till 5,9% från tidigare 5,6%. Värde­minskningen är i linje med andra fastighetsbolag på Stockholmsbörsen.

Det långsiktiga substansvärdet per aktie uppgick till EUR 21,4 eller 241 kr per aktie vid utgången av första kvartalet, detta motsvarar en tillväxt om 33% jämfört med Q1'22 och marginell minskning om -2,3% sedan Q4'22.

Under första kvartalet avslutades avyttringsavtalet med köparen (Sistema PJFC) av deras innehav i Melon Fashion Group (MFG) på grund av regulatoriska omständigheter. Eastnine har fortfarande för avsikt att avyttra innehavet och för diskussioner med potentiella köpare. Dessa diskussioner ligger på nivåer i linje med det tidigare avyttringsavtalet (och det redovisade värdet på EUR 193m), vilket innebär att ingen nedskrivning görs under kvartalet.

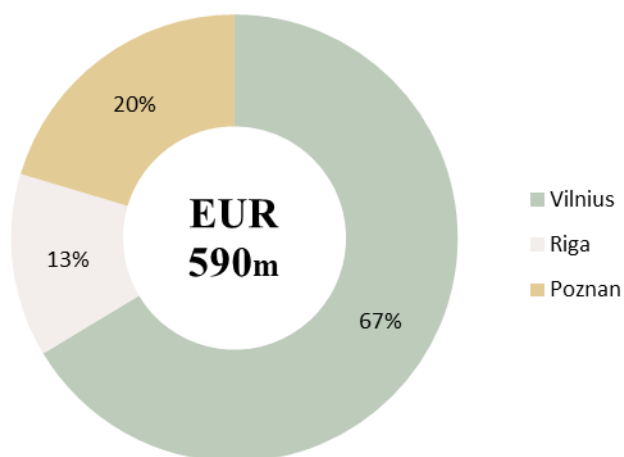


Källa: EPB, Eastnine



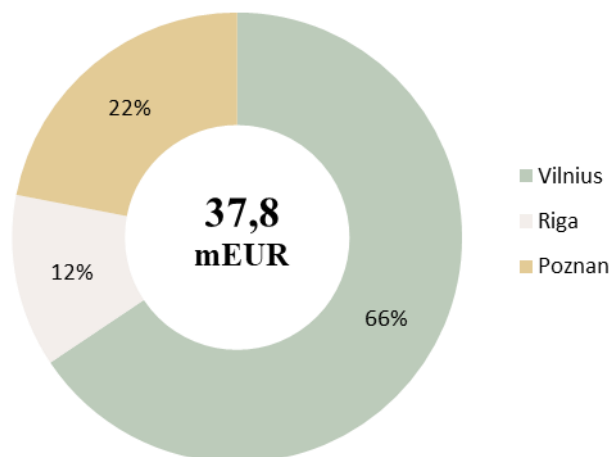
Källa: EPB, Eastnine

Fastighetsvärde



Källa: EPB, Eastnine

Hyresvärde



Källa: EPB, Eastnine

Marginella förändringar i våra estimat

Vi genomför marginella förändringar i våra estimat för att reflektera förbättrad intjäningsförmåga. Vi justerar ned våra estimat för EPRA NAV för 2023e med dryga 2% och marginell nedjustering för 2024–25.

Estimat	2022	2023e	2024e	2025e
Hyresintäkter	30,3	36,5	37,8	38,9
Förändring	0,0%	2,5%	2,8%	2,8%
Driftnetto	27,5	1 453,2	1 568,4	1 723,7
Förändring	0,0%	2,7%	2,8%	2,8%
Förvaltningsresultat	13,4	16,4	16,4	16,6
Förändring	0,0%	2,5%	0,2%	0,2%
CEPS	0,61	0,72	0,71	0,72
Förändring	0,0%	3,7%	0,2%	0,2%
EPRA NAV per aktie	243,1	237,2	244,3	247,8
Förändring	0,0%	-1,8%	-0,3%	-0,3%

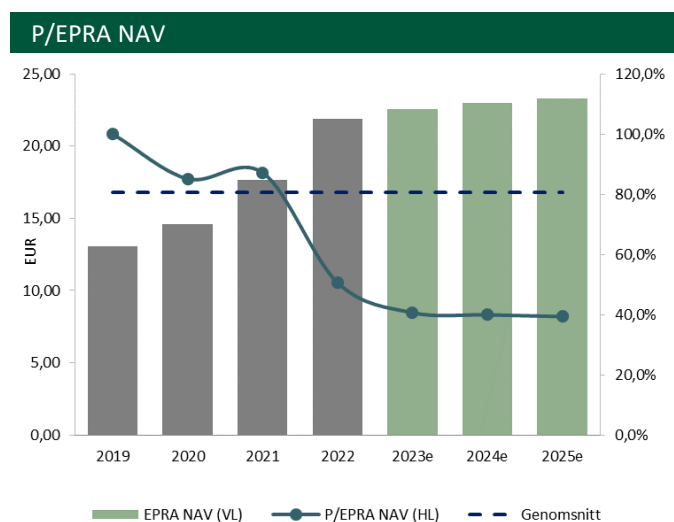
Källa: EPB, Eastnine

Värdering

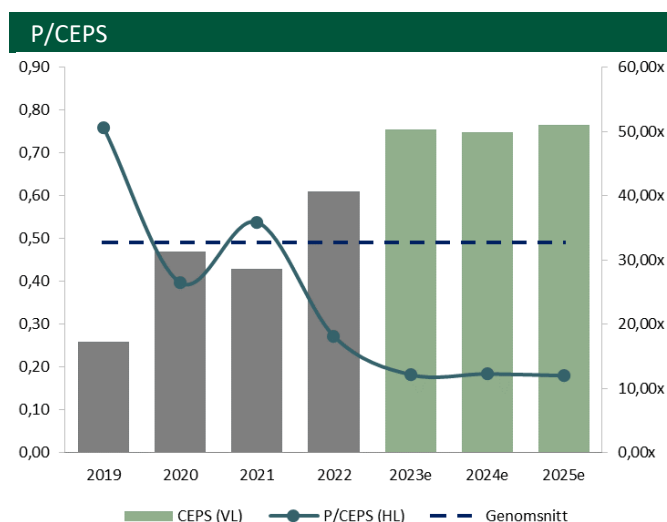
Vår värderingsansats kombinerar substansvärde och kassaflödesgenerering. De nyckeltal vi fokuserar på är P/EPRA NAV and P/CEPS. För att härleda vårt motiverade värde tittar vi på en mix av vinsttillväxt, finansiell och operativ risk samt värdering kontra jämförbara bolag (peers), historisk värdering, samt rådande läge på fastighetsmarknaden. För närvarande värderas aktien till P/CEPS på 15x (2024e) och P/EPRA NAV på 0,43x (2024e). Detta motsvarar en signifikant rabatt vsEPRA-NAV om 57% och cirka 27% (exklusive redovisat värde av innehavet i MFG). Peers (FABG, HUFV, WIHL och PLAZ) handlas med en genomsnittlig rabatt på 25% mot bedömt EPRA NAV (2024e).

Vi anser att Eastnine på sikt bör handlas i linje med de svenska kontorsägarna på grund sin starka tillväxt. Eastnines verksamhet är ledande fastighetsägare med fastigheter belägna i A-lägen och med starka hyresgäster. Bolaget verkar på växande marknader och har en tydlig tillväxtstrategi samt tydligt fokus på hållbarhet. Vi bedömer att aktien har potential att ge en god riskjusterad avkastning till en långsiktig investerare.

På kort sikt bedömer vi att aktiekursutvecklingen är starkt beroende av att avyttringen av innehav i Melon Fashion Group genomförs. Ledningen har meddelat i Q1-rapporten att man för diskussioner med potentiella köpare och att värderingen är oförändrad från tidigare avtal. Givet att försäljningen av innehavet i MFG går igenom som planerat kommer bolaget att vara relativt välkapitaliserat, vilket skapar goda tillväxtmöjligheter.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	13	19	22	30	37	38	39
Totala Intäkter	13	19	22	30	37	38	39
Fastighetskostnader	-1	-2	-2	-3	-3	-3	-3
Driftnetto	12	17	19	27	34	35	36
Centrala Administrationskostnader	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA	8	14	15	23	30	31	32
EBITDA, justerad	8	14	15	23	30	31	32
EBITA	8	14	15	23	30	31	32
EBIT	8	14	15	23	30	31	32
Räntekostnader	-2	-4	-6	-9	-13	-14	-14
Övriga finansiella poster	0	0	0	0	0	-1	-1
Förvaltningsresultat (PFPM)	5	10	10	13	16	16	17
Förvaltningsresultat (PFPM), justerat	5	10	10	13	16	16	17
Värdeförändringar fastigheter	10	17	16	9	-17	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	22	13	50	90	-1	0	0
Resultat före skatt	38	41	76	113	-1	16	17
Resultat före skatt, justerad	38	41	76	113	-1	16	17
Skatt, aktuell	0	0	0	0	-1	-1	-1
Skatt, uppskjuten	-3	-5	-4	-4	2	0	0
Nettoresultat	35	36	72	109	-1	15	16
Nettoresultat, justerad	35	36	72	109	-1	15	16

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Resultat före skatt	38	41	76	113	-1	16	17
Betald skatt	0	0	0	0	-1	-1	-1
Kassaflöde före förändring i rörelsekapital	38	41	76	113	-2	15	16
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	3	-1	-2	0	0
Kassaflöde från operativ verksamhet	36	41	79	112	-4	15	16
Investeringar i befintliga fastigheter	-2	-2	-5	-6	-4	-4	-4
Förvärv av fastigheter	-119	-62	-76	-121	0	0	-50
Övriga FCF-påverkande poster	23	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-98	-65	-81	-127	-4	-4	-54
Utdelning	-5	-5	-5	-6	-4	-8	-8
Nyemission / återköp	-4	0	0	0	0	0	0
Förändring i skulder	70	35	68	86	0	2	30
Övriga CF-poster	0	11	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	62	41	63	79	-4	-6	22
Kassaflöde	0	17	61	64	-12	5	-17

Källa: EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Förvaltningsfastigheter	290	372	470	606	593	598	652
Intresseföretag och JVs	89	102	122	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	2	2	2	13	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	381	476	593	619	605	609	664
Övriga omsättningstillgångar	2	2	30	6	6	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	24	29	213	220	225	208
Summa omsättningstillgångar	40	26	59	219	226	231	214
SUMMA TILLGÅNGAR	420	502	653	837	831	840	878
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Totalt eget kapital	268	310	376	479	476	483	491
Långfristiga räntebärande skulder	133	153	235	264	264	266	296
Derivat	2	3	1	0	0	0	0
Långfristiga leasingskulder	1	1	1	2	2	2	2
Uppskjutna skatteskulder	6	11	14	19	17	17	17
Övriga långfristiga skulder	2	2	2	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	144	170	254	288	286	289	319
Kortfristiga räntebärande skulder	5	20	7	63	63	63	63
Övriga kortfristiga skulder	3	3	16	8	5	5	5
Summa kortfristiga skulder	8	23	22	71	68	68	68
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	420	502	653	837	831	840	878

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	44%	12%	41%	21%	3%	3%
Vakansgrad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Överskottsgrad	89%	91%	89%	91%	92%	92%	91%
EPS-tillväxt, justerad	-	2%	92%	55%	N.m.	>100%	2%
CEPS, tillväxt	Neg.	81,7%	Neg.	42,1%	17,9%	Neg.	2,1%
EPRA NAV, tillväxt	Neg.	11,7%	20,8%	23,9%	1,3%	3,0%	1,4%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	15,6%	21,3%	27,3%	Neg.	1,5%	1,5%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	46,5%	9,9%	42,9%	21,9%	3,1%	2,8%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	15,4%	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	13%	21%	25%	Neg.	3%	3%
Yield	4%	5%	4%	5%	6%	6%	5%
Implicit yield	4%	6%	5%	9%	14%	15%	15%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	102	150	213	116	109	106	153
Belåningsgrad	24,2%	29,9%	32,7%	13,8%	13,1%	12,6%	17,5%
Soliditet	64%	62%	58%	57%	57%	58%	56%
Nettoskultsättningsgrad	0,4x	0,5x	0,6x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	12,6x	10,7x	13,9x	5,0x	3,7x	3,5x	4,9x
Snittränta	1,6%	2,1%	2,3%	2,9%	3,9%	4,1%	4,0%

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat (PFPM) per aktie	0,26	0,47	0,43	0,62	0,76	0,75	0,77
EPS	1,66	1,70	3,25	5,03	-0,03	0,71	0,72
EPS, justerad	1,66	1,70	3,25	5,03	-0,03	0,71	0,72
FCF per aktie	0,26	0,47	0,43	0,61	0,72	0,71	0,72
Utdelning per aktie	0,26	0,30	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Eget kapital per aktie	12,6	14,5	16,9	22,2	21,9	22,1	22,6
Antal aktier vid årets slut, m	21,2	21,3	22,2	21,6	21,7	21,8	21,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	21,2	21,3	22,2	21,6	21,7	21,8	21,7
EPRA NAV per aktie	13,1	14,6	17,6	21,9	22,2	22,8	23,1

Källa: EPB

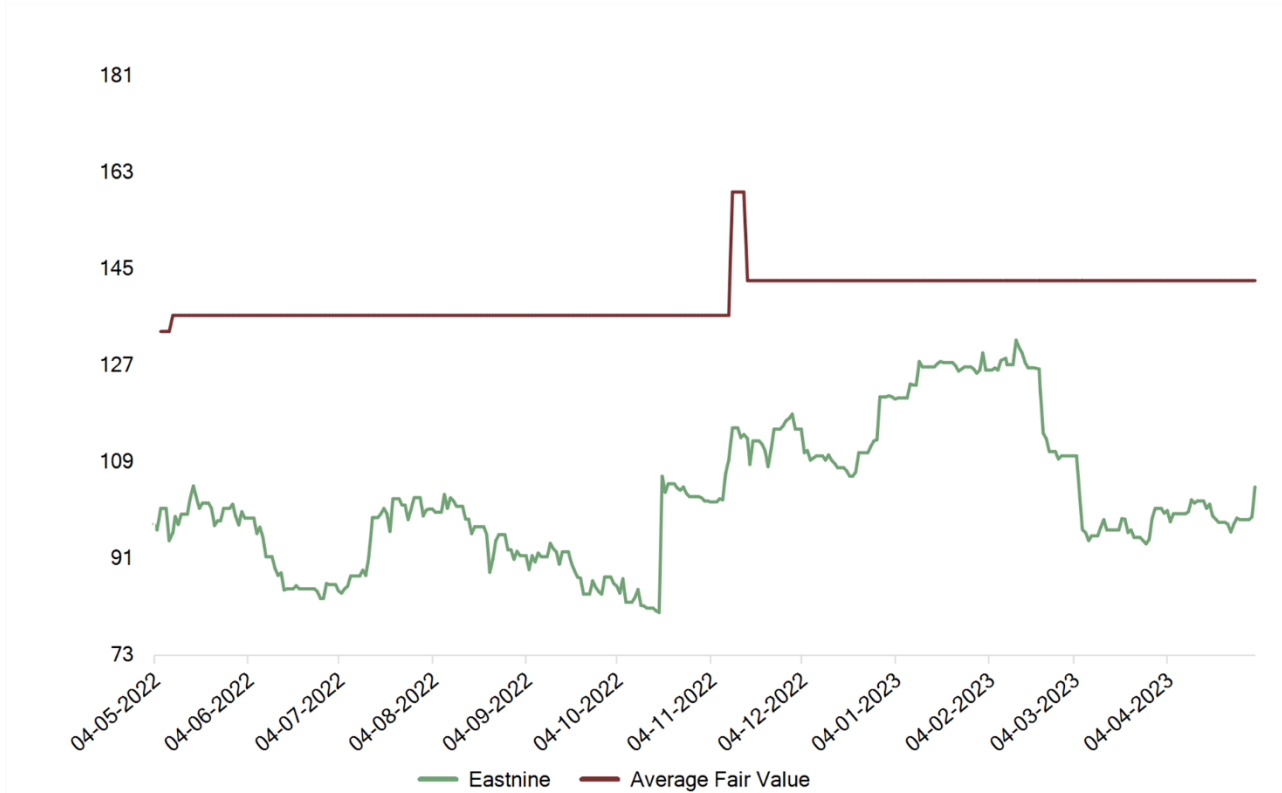
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/PFPM per aktie	50,6x	26,5x	35,9x	17,5x	11,5x	11,6x	11,3x
P/E, justerad	7,9x	7,3x	4,7x	2,2x	-332,5x	12,3x	12,0x
P/EK	1,0x	0,9x	0,9x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
P/EPRA NAV	1,0x	0,9x	0,9x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
P/CEPS	50,6x	26,5x	35,9x	17,9x	12,1x	12,3x	12,0x
Direktavkastning	2,0%	2,4%	1,9%	2,7%	3,3%	3,3%	3,3%
EV/EBIT, justerad	15,7%	17,7%	8,9%	5,8%	-1110,8%	41,1%	40,2%
EV	378	426	558	359	502	502	502
Aktiekurs	13,1	12,5	15,4	10,9	8,7	8,7	8,7

Källa: EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Eastnine (EAST 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 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