



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skogsindustri | Sverige | 04 maj 2023

Bergs

Svag inledning på 2023 som förväntat, men cykeln har vänt

Q1-resultatet var svagt som förväntat

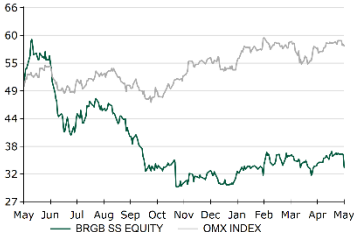
Nettoomsättningen sjönk med 21% till 715 mkr (910) och EBIT blev -18 mkr (82). Det svaga resultatet förklaras av lägre volymer och priser för Wood Solutions och Sawn Wood. Doors & Windows utvecklades starkt och växte med 25% y/y, producerar med full kapacitet och har en orderbok på 6-8 månader. Energy & Logistics med pellets som drivande faktor bidrog positivt, men tappade kraftigt i momentum q/q, vilket överraskade oss. Q1 är ett säsongsmässigt svagt kvartal, men vår bedömning är att vi också nått en cyklisk botten vad gäller volym- och prisbild.

Cykeln för Wood Solutions och Sawn Wood har vänt

Bergs ledning är försiktiga i sina kommentarer om framtidsutsikterna, men vi ser tydliga tecken på att cykeln inom Wood Solutions och Sawn Wood har vänt och att de kommande två kvartalen kommer generera en god återhämtning i både försäljning och lönsamhet. Vi räknar med att Bergs genererar ett starkt kassaflöde på cirka 200 mkr under 2023 trots att lönsamheten återhämtar sig successivt från negativa nivåer i början av året. Detta innebär att aktien handlas till en FCF-yield 23e på 17%. Bergs utvärderar ett flertal förvävsobjekt och vår bedömning är att chanserna är goda att vi får se en accelererad tillväxt inom förädlade produkter som skapar ökad stabilitet och lönsamhet.

Förändring mot ett stabilare Bergs, stöd från sågade trävaror och aktieägarvänlighet

Bergs är, under nuvarande ledning, inne på en förändringsresa mot en stabil och växande verksamhet, samtidigt som den svaga perioden inom sågat och träförädling lider mot sitt slut. Återköpsprogrammet visar på en aktieägarvänlighet. Vi har justerat ner vår EBIT 23e med 6% som en effekt av svagare pelletsmarknad och lämnar våra 2024-25 estimat mer eller mindre oförändrade. Aktien handlas till en kraftig rabatt på 40% mot eget kapital, P/EK 23e 0,6x. Vårt motiverade värde på 54-56 kr är i linje med bolagets eget kapital, vilket indikerar 40 % uppsida och en mycket attraktiv "risk-reward" enligt vår bedömning.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	54 - 56 kr												
Totala intäkter	3,8%	3,2%	1,8%	Totala intäkter	3 280	2 910	3 160	3 387	Aktiekurs	33,8 kr												
EBIT, just.	-6,4%	-0,9%	1,7%	Tillväxt	4%	-11%	9%	7%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-7,4%	-0,7%	2,6%	EBITDA, just.	331	310	373	404	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	241	214	280	314														
Q2 - rapport	25 juli 2023			EPS, just.	6,7	5,6	7,5	8,5														
Q3 - rapport	26 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	-45%	-16%	34%	13%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	53,1	56,7	62,2	68,6														
Antal aktier	35m			Utdelning per aktie	2,0	2,0	2,0	2,0														
Börsvärde	1 172			EBIT-marginal	7,4%	7,3%	8,9%	9,3%														
Nettoskuld	17			ROE, just.	13,4%	10,2%	12,6%	12,9%														
EV	1 189			ROCE, just.	13,0%	10,2%	12,5%	12,9%														
Free float	35%			EV/Sales	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	29k			EV/EBITDA	3,1x	3,8x	3,2x	2,9x														
Bloomberg Ticker	BRGB SS EQUITY			EV/EBIT	4,3x	5,6x	4,2x	3,8x														
Analytiker				P/E, just.	4,6x	6,1x	4,5x	4,0x	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Mathias Carlson				P/EK	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x														
mathias.carlson@penser.se				Direktavkastning	6,6%	5,9%	5,9%	5,9%														
				FCF yield	36%	17%	16%	19%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,5x	-0,7x	-1,0x														

Investment case

Bergs har tre tuffa kvartal bakom sig och kortsiktigt är osäkerheten fortsatt hög, men den underliggande långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen kvarstår. Bergs nya struktur, med fokus på förädlade träprodukter som till exempel nyskapande träskydd inom Wood Solutions samt kundanpassade dörrar och fönster inom Doors & Windows, innebär en stabil grund för tillväxt framöver. I takt med att den om än välskötta och lönsamma sågverksrörelsen minskar i betydelse för Bergs, kommer fokus från aktiemarknaden att i allt högre grad falla på bolagets tillväxtmöjligheter och stabilitet i lönsamheten för de förädlade produkterna. Bergs starka balansräkning och kassaflöde minskar risken under rådande konjunkturläge och ger goda möjligheter att växa genom förvärv framöver. Återköpsprogrammet som sjösatts bidrar till att skapa aktieägarvärde, speciellt eftersom aktien handlas till en extremt hög rabatt till eget kapital.

Bolagsprofil

Bergskoncernen består av en grupp självständiga dotterbolag med tydligt resultatansvar som utvecklar, producerar och marknadsför förädlad trä för olika tillämpningar. Med mångårig erfarenhet av trä och med stor kompetens kring vidareförädling, bidrar Bergs till att bygga ett hållbart samhälle baserat på förnybar råvara från hållbart brukade skogar i Östersjöregionen. Verksamheten bedrivs i Sverige, Estland, Lettland, Polen och Storbritannien och försäljning sker till ett 20-tal länder. De största marknaderna utgörs av Skandinavien, Baltikum, Storbritannien och Frankrike. Huvudkontor och koncernledning är baserade i Sverige. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq sedan 1984.

Värdering

Bolagets historik ter sig allt mindre relevant i spåren av Bergs ökade fokus på förädlade trävaror. Vår värdering baseras på en DCF-modell och det motiverade värdet uppgår till 54-56 kr per aktie. Förvärv till rätt multiplar kan potentiellt innebära ytterligare uppsida på sikt och vara en katalysator för aktien.

Kvartalet i korthet

Nettoomsättningen sjönk med 21% till 715 mkr (910) och EBIT blev -18 mkr (82). Det svaga resultatet förklaras av lägre volymer och priser för Wood Solutions och Sawn Wood. Doors & Windows utvecklades positivt med högre volymer.

Wood Solutions (33% av omsättningen)

Fortsatt negativa marginaler som en följd av svag efterfrågan och låga priser. Aktiviteten ökade i mars, vilket ger en indikation om att lagernivåerna i bygghandeln och gör-det själv kedjorna normaliserats. Vi räknar med att marknadsdynamiken förstärkts under andra kvartalet och att ombalanseringen av produktmixen kommer ge positiva effekter på marginalerna.

Doors & Windows (20% av omsättningen)

Marknadsförutsättningarna är fortsatt starka och produktionen ligger på full kapacitet. Orderboken är 4-6 månader och tillväxten var 25% y/y med en god lönsamhet och EBITDA-marginal på 11%.

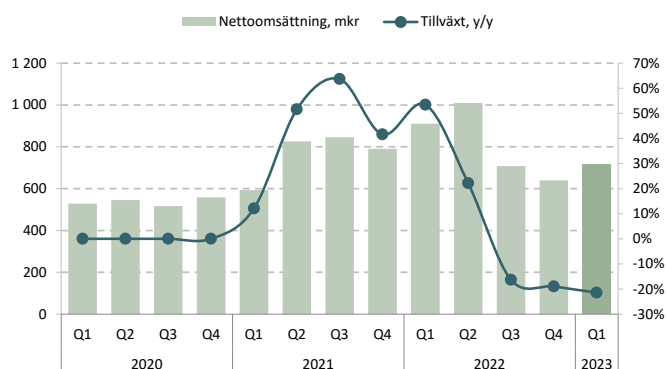
Sawn Wood (38% av omsättningen)

Marknaden var fortsatt svag under kvartalet. Leveranstakten har ökat och lagernivåerna har minskat, vilket bådar gott för en positiv utveckling under andra kvartalet. Priserna har börjat att stiga och orderingången har förbättrats, vilket gör att produktionen kommer öka under andra kvartalet.

Energy & Logistics (9% av omsättningen)

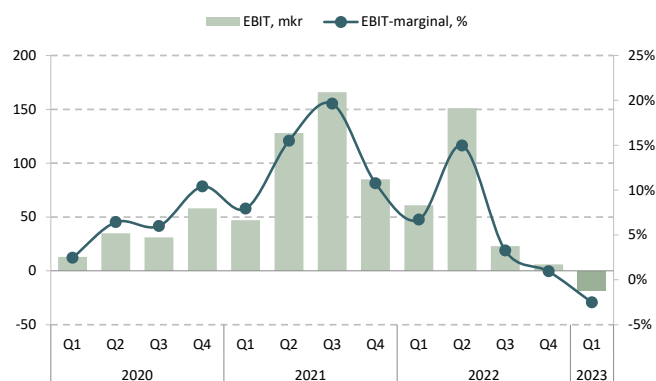
Pelletsefterfrågan var god och färdigvarulagret är relativt lågt, men priserna har sjunkit som en följd av lägre energipriser. En mild vinter påverkade också lönsamheten negativt under första kvartalet och andra kvartalet bedöms bli sekventiellt svagare.

Diagram 1: Nettoomsättning per kvartal



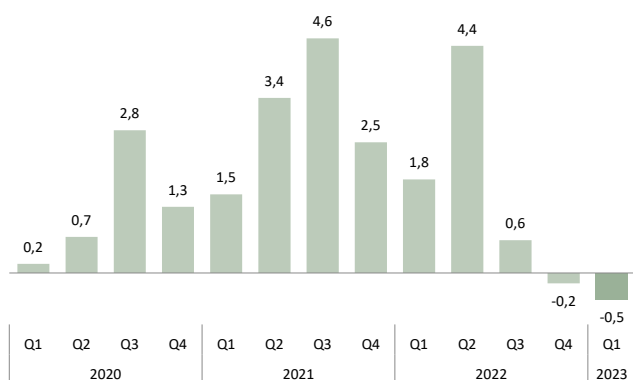
Källa: Bergs, EPB

Diagram 2: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



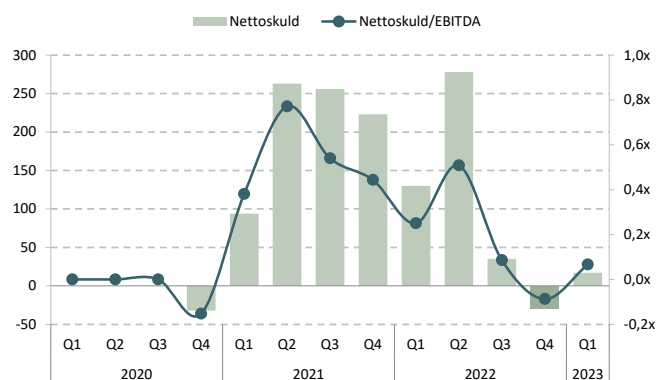
Källa: Bergs, EPB

Diagram 3: Vinst per aktie per kvartal (kr)



Källa: Bergs, EPB

Diagram 4: Nettoskuld/EBITDA



Källa: Bergs, EPB

Värdering

Vårt motiverade värde på 54-56 kr bestäms i vår DCF-modell. Avkastningskravet tar hänsyn till den höga cykliska risken, vilken fortfarande är en betydelsefull komponent i ett bolag som Bergs. På sikt, och i takt med att den cykliska risken i bolaget successivt minskar, med en ökad andel förädlade trävaror i försäljningsmixen, så ser vi möjligheter till att sänka avkastningskravet. Det är värt att notera att vårt motiverade värde är i linje med bolagets eget kapital, vilket ger en attraktiv "risk-reward" på dagens aktiekursnivå. Aktien handlas med en 40-procentig rabatt mot eget kapital, vilket vi anser är extremt högt givet bolagets generellt höga kvalitet, ökande förädlingsgrad, välinvesterade tillgångar, starka kassaflödesgenerering, och långsiktiga tillväxtmöjligheter.

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 104	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	828	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,5%
Företagsvärde (EV)	1 932	Småbolagspremie	4,0%	Terminalvärdets andel av EV	43%
Nettoskuld, senast rapporterad	17	Extra risk-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	1 915			Rörelsekapital, % av omsättning	19%
Antal utstående aktier, full utspädning	35			Skattesats	21%
Eget kapital per aktie	55				

Källa: EPB

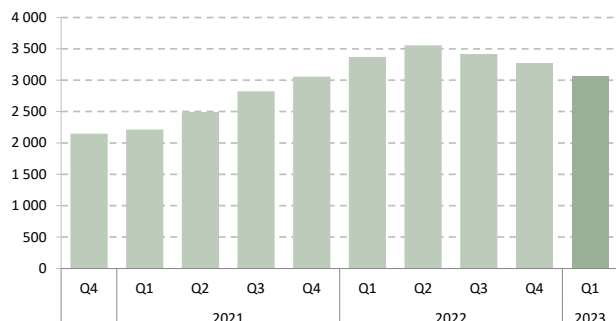
Tabell 2: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			3,5%	6,0%	8,5%	11,0%	13,5%
WACC	11,0%	59	61	63	65	68	WACC	11,0%	35	49	63	77	91
	11,5%	56	57	59	61	63		11,5%	33	46	59	72	85
	12,0%	52	54	55	57	59		12,0%	31	43	55	67	79
	12,5%	49	51	52	53	55		12,5%	30	41	52	63	74
	13,0%	47	48	49	50	52		13,0%	29	39	49	59	69

Källa: EPB

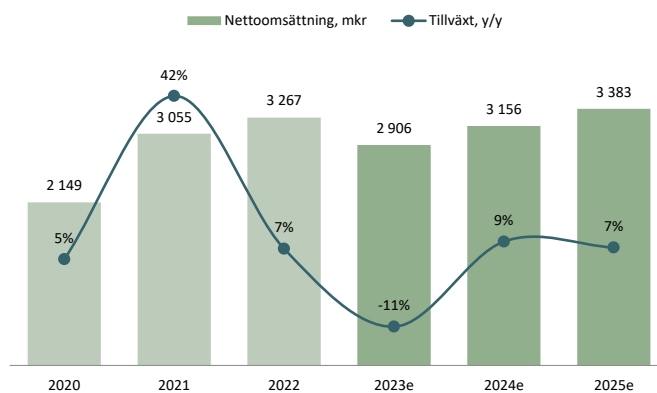
Resultat- och prognosöversikt

Diagram 5: Nettoomsättning (mkr), R12m



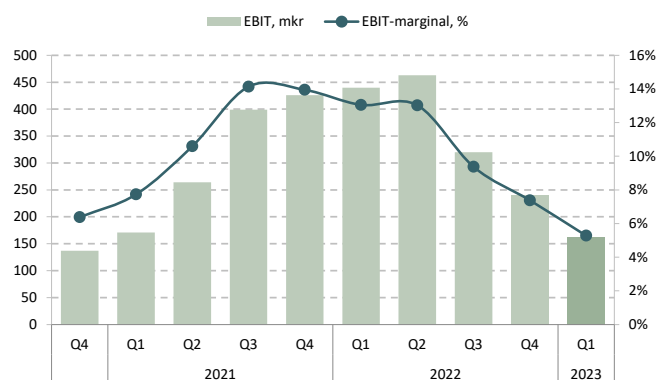
Källa: Bergs, EPB

Diagram 6: Nettoomsättning, estimat



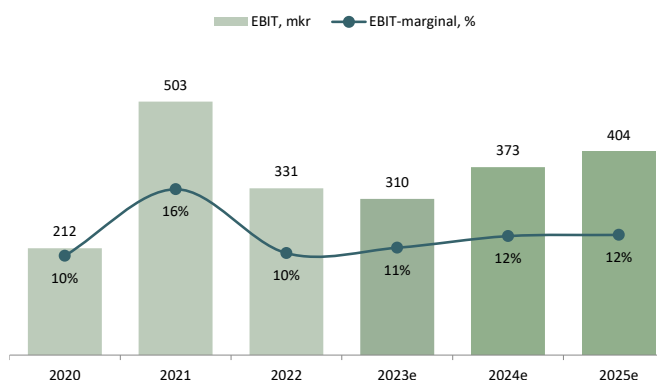
Källa: Bergs, EPB

Diagram 7: EBIT och EBIT-marginal, R12m



Källa: Bergs, EPB

Diagram 8: EBIT och EBIT-marginal, estimat



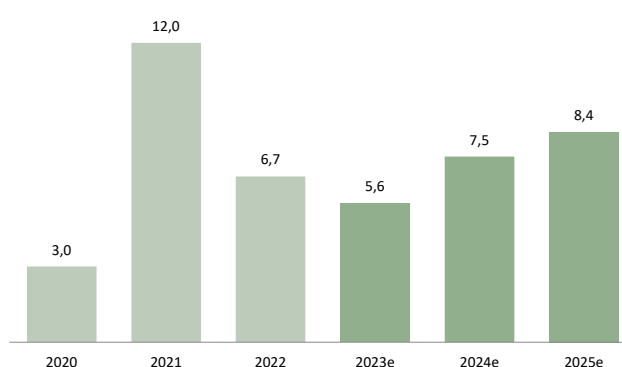
Källa: Bergs, EPB

Diagram 9: Vinst per aktie (kr), R12m



Källa: Bergs, EPB

Diagram 10: Vinst per aktie (kr), estimat



Källa: Bergs, EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2 149	3 055	3 267	2 906	3 156	3 383
Övriga rörelseintäkter	(25)	84	13	4	4	4
Totala intäkter	2 124	3 139	3 280	2 910	3 160	3 387
Kostnad sålda varor	-1 311	-1 868	-1 975	-1 734	-1 846	-1 975
Bruttoresultat	813	1 271	1 305	1 176	1 314	1 413
Övriga rörelsekostnader	-601	-768	-974	-866	-941	-1 008
EBITDA	212	503	331	310	373	404
EBITDA, justerad	212	503	331	310	373	404
Avskrivningar	-75	-77	-90	-96	-93	-90
EBITA, justerad	137	426	241	214	280	314
EBIT	137	426	241	214	280	314
EBIT, justerad	137	426	241	214	280	314
Finansnetto	-44	-3	3	-9	-6	-4
Resultat före skatt	93	423	244	204	273	310
Resultat före skatt, justerad	93	423	244	204	273	310
Total skatt	12	-6	-13	-11	-15	-16
Nettoresultat	105	417	231	194	259	293
Nettoresultat, justerad	105	417	231	194	259	293
Intäktstillväxt	-	48%	4%	-11%	9%	7%
Bruttomarginal	37,8%	41,6%	39,9%	40,5%	41,6%	41,8%
EBIT-marginal, justerad	6,4%	13,9%	7,4%	7,3%	8,9%	9,3%
EPS, justerad	3,02	12,0	6,66	5,58	7,46	8,45
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-45%	-16%	34%	13%

Källa: Bergs, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	137	426	241	214	280	314
Övriga kassaflödesposter	86	53	51	77	72	70
Förändringar i rörelsekapital	132	-414	199	26	-47	-42
Kassaflöde från den operationella verksamheten	355	65	491	316	306	341
Investeringar i anläggningstillgångar	-69	-143	-107	-115	-115	-115
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-69	-143	-107	-115	-115	-115
Fritt kassaflöde	286	-78	384	201	191	226
Förvärv och avyttringar	396	-73	-27	0	0	0
Förändring av skulder	-524	90	-80	0	0	0
Utdelningar	0	-69	-104	-69	-69	-69
Övriga poster	0	-19	-3	-4	-5	-5
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-128	-71	-214	-74	-74	-75
Kassaflöde	158	-149	170	127	116	152
Nettoskuld	-30	223	-28	-155	-272	-423

Källa: Bergs, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	175	288	288	288	288	288
Övriga immateriella tillgångar	12	41	67	67	67	67
Materiella anläggningstillgångar	662	785	873	896	923	952
Andelar i intresseföretag	0	6	9	9	9	9
Övriga anläggningstillgångar	18	38	38	38	38	38
Summa anläggningstillgångar	867	1 158	1 275	1 298	1 325	1 354
Varulager	349	733	705	668	726	778
Kundfordringar	207	270	158	145	158	169
Övriga omsättningstillgångar	34	61	61	59	60	62
Likvida medel och kortfristiga placeringar	242	94	268	395	512	663
Summa omsättningstillgångar	832	1 158	1 192	1 268	1 456	1 672
SUMMA TILLGÅNGAR	1 699	2 316	2 467	2 566	2 780	3 026
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	1 251	1 616	1 842	1 966	2 156	2 379
Summa eget kapital	1 251	1 616	1 842	1 966	2 156	2 379
Långfristiga räntebärande skulder	165	0	199	199	199	199
Långfristiga leasingskulder	5	12	12	12	12	12
Övriga långfristiga skulder	22	35	40	40	40	40
Summa långfristiga skulder	192	47	251	251	251	251
Kortfristiga räntebärande skulder	41	301	25	25	25	25
Leverantörsskulder	96	123	120	116	126	135
Kortfristiga leasingskulder	1	4	4	4	4	4
Övriga kortfristiga skulder	118	225	225	203	218	232
Summa kortfristiga skulder	256	653	374	349	374	396
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 699	2 316	2 467	2 566	2 780	3 026

Källa: Bergs, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	48%	4%	-11%	9%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-34%	-6%	20%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	-43%	-11%	31%	12%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-45%	-16%	34%	13%
Bruttomarginal	37,8%	41,6%	39,9%	40,5%	41,6%	41,8%
EBITDA-marginal	9,9%	16,5%	10,1%	10,7%	11,8%	11,9%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	16,5%	10,1%	10,7%	11,8%	11,9%
EBIT-marginal	6,4%	13,9%	7,4%	7,3%	8,9%	9,3%
EBIT-marginal, justerad	6,4%	13,9%	7,4%	7,3%	8,9%	9,3%
Vinst-marginal, justerad	4,9%	13,6%	7,1%	6,7%	8,2%	8,7%

Källa: Bergs, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	29%	13%	10%	13%	13%
ROCE, justerad	Neg.	26%	13%	10%	13%	13%
ROIC, justerad	Neg.	28%	13%	12%	15%	16%

Källa: Bergs, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	16%	23%	21%	23%	23%	23%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	9%	5%	5%	5%	5%
Leverantörsskulder / KSV	7%	7%	6%	7%	7%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	13%	25%	13%	13%	13%	13%
Rörelsekapital / totala intäkter	18%	23%	18%	19%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,6x	1,6x	1,3x	1,3x	1,3x

Källa: Bergs, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-30	223	-28	-155	-272	-423
Soliditet	74%	70%	75%	77%	78%	79%
Nettoskultsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-0,1x	0,4x	-0,1x	-0,5x	-0,7x	-1,0x

Källa: Bergs, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	3,02	12,0	6,66	5,58	7,46	8,45
EPS, justerad	3,02	12,0	6,66	5,58	7,46	8,45
FCF per aktie	8,24	-2,25	11,1	5,80	5,49	6,52
Utdelning per aktie	2,00	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Eget kapital per aktie	36,1	46,6	53,1	56,7	62,2	68,6
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7

Källa: Bergs, EPB

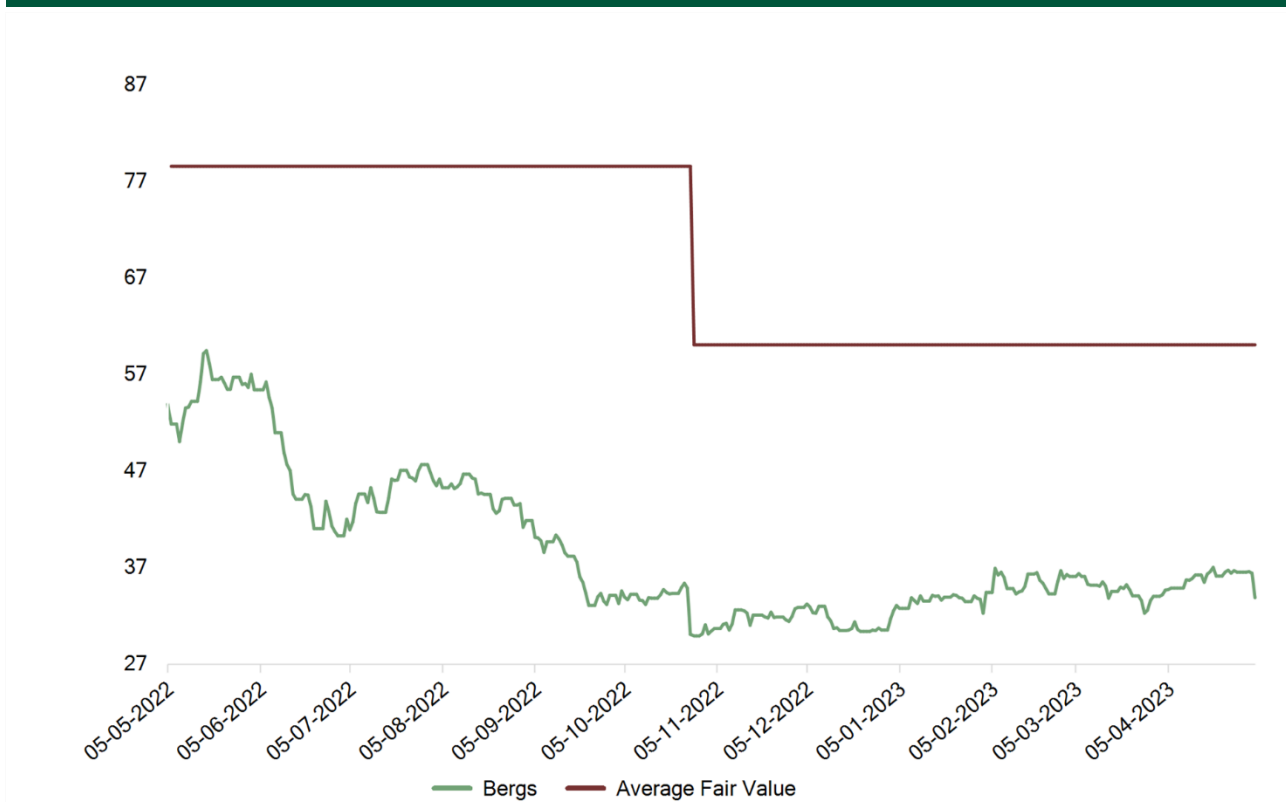
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	10,2x	4,5x	4,6x	6,1x	4,5x	4,0x
P/EK	0,9x	1,2x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
P/FCF	3,7x	Neg.	2,7x	5,8x	6,2x	5,2x
FCF-yield	27%	Neg.	36%	17%	16%	19%
Direktavkastning	6,5%	5,5%	6,6%	5,9%	5,9%	5,9%
Utdelningsandel, justerad	66,3%	24,9%	30,0%	35,8%	26,8%	23,7%
EV/Sales	0,5x	0,7x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	4,9x	4,2x	3,1x	3,8x	3,2x	2,9x
EV/EBIT, justerad	7,6x	4,9x	4,3x	5,6x	4,2x	3,8x
EV	1 034	2 102	1 028	1 189	1 189	1 189
Aktiekurs	30,7	54,2	30,5	33,8	33,8	33,8

Källa: Bergs, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bergs (BRGB 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