



# Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

## Utdelningsbesked och sänkt kreditbetyg ändrar estimat

## S&P sänker kreditbetyg till BB+ med negativa utsikter

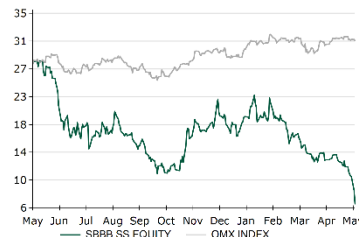
S&P har sänkt SBBs kreditbetyg till BB+ med negativa utsikter. Detta innebär att SBB förlorar sin Investment Grade-status hos rating institutet. Den främsta anledningen till nedgraderingen är att S&P bedömer att justerad LTV inte kommer sjunka substantiellt under 60% de kommande 12 månaderna och att räntetäckningsgraden sjunker. S&P bedömer att de negativa utsikterna kan ändras till positiva om SBB sänker justerad LTV under 60%, utökar möjliga likviditetskällor och bibehåller en stabil räntetäckningsgrad. Vi bedömer att justerad LTV kommer vara svårprognostiserad framöver givet att SBBs eget kapital är känsligt för värdeminskningar samt finansiella EO-poster.

## Stark kärnaffär och möjlighet till fastighetsutveckling

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. Dessa är idag upptagna till ca 4 mdkr eller 1 300 kr/kvm. Det färdigutvecklade värdet är för dessa väsentligt högre och vi bedömer att vid försäljning kan reavinst göras för att stärka eget kapital.

### Höjda finansieringskostnader och förändring i eget kapital påverkar estimat

Vi räknar med att SBBs finansieringskostnader kommer stiga med 300 mkr i snitt per år under perioden 2024-25. Baserat på att vi bedömer det som sannolikt att utdelningen 2024-25 kommer ställas in justerar vi våra NAV estimat med 12%. Givet den höga finansiella volatilitet vi ser i närtid höjer vi rabatten för vårt motiverade värde till 50%, vilket gör att vi sänker vårt motiverade värde till 12–13 kr. Vi bedömer att finansieringsmarknaden måste stabiliseras innan rabatten kan minska. Skulle börsnoteringen/försäljningen av Sveafastigheter genomföras som planerat under H1 ser vi det som en viktig trigger för en minskning av rabatten.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	12 - 13 kr												
Hysesintäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Hysesintäkter	7 447	7 056	7 449	7 621	Aktiekurs	6,4 kr												
PFPM	-8,2%	-8,1%	-8,4%	Hyrestillväxt	26%	-5%	6%	2%	Riskenivå	Medium												
EPRA NAV	3,0%	9,0%	15,2%	Driftnetto	4 881	5 185	5 543	5 712	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				Överskottsgrad	66%	73%	74%	75%														
Q2 - rapport	14 juli 2023			PFPM	-416	2 236	3 371	3 233														
Q3 - rapport	26 oktober 2023			PFPM, tillväxt	20%	6%	7%	3%														
Bolagsfakta (mkr)				EPRA NAV	31,3	30,1	31,0	33,2	<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		✓																				
Antal aktier	1 455m			CEPS	0,8	1,2	1,7	1,6														
Börsvärde	9 273			CEPS, tillväxt	-50%	53%	37%	-6%														
Nettoskuld	78 057			P/PFPM per aktie	-60,7x	4,1x	2,8x	2,9x														
EV	100 877			P/CEPS	21,7x	5,2x	3,8x	4,0x														
Free float	76%			P/EPRA NAV	0,6x	0,2x	0,2x	0,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	39 445k			Implicit yield	6,5%	18,3%	20,0%	21,9%														
Bloomberg Ticker	SBBB SS EQUITY			ROE	Neg.	Neg.	3,9%	4,4%														
Analytiker				Utdelning per aktie	0,4	0,0	0,0	0,0														
Rikard Engberg				Utdel., tillväxt	-73%	-100%	-	-														
rikard.engberg@penser.se				Belåningsgrad	48,8%	47,2%	45,5%	43,7%														
				Räntetäckningsgrad	2,9x	2,0x	1,8x	1,7x														
				Snittränta	2,1%	2,5%	3,0%	3,1%														

## 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 projektutvecklingsportfölj som i dagsläget utgörs av ca 12 000 lägenheter. Bolaget har även en byggrättsportfölj om närmare 3m kvm BTA. I dagsläget är SBBs direktägda byggrättsutvecklingsportfölj bokförd till ett värde om 3 345 mkr. Vi bedömer att delar av denna kan avyttras för att minska skuldsättningen över tid.

## Bolagsprofil

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

SBB är en av de största ägarna av bostadsbyggrätter i Norden då man i dagsläget har en byggrättsportfölj om ca 61 000 lägenheter. Den direktägda delen av portföljen är i dagsläget upptagen till ca 3 300 mkr i balansräkningen eller ca 1 200 kr per kvadratmeter. Vi bedömer att marknadsvärdet på dessa är minst 4–8 000 kronor per kvadratmeter. Vi bedömer att SBB kan driva detaljplan och utveckla dessa byggrätter över tid, vilket kommer generera ett starkt kassaflöde. Bolaget kan även fortsätta på den inslagna strategin att minska skuldsättning genom att avyttra delar av dessa direktägda byggrätter.

## Värdering

Givet att vi ökar vårt antagande för rabatt mot NAV till 50% från 30% justerar vi vårt motiverade värde till 12-13 kr från 18-20 kr. Vi bedömer att aktien bör kunna röra sig mot det långsiktiga substansvärdet när situationen på finansieringsmarknaden stabiliserar sig.

## Estimatförändringar

Vi lämnar våra estimat för hyresintäkter och driftsnetto oförändrade. Givet den sänkta ratingen höjer vi våra antaganden för finansieringskostnader med i snitt ca 300 mkr under 2024-25. Detta gör att vi sänker förvaltningsresultatet med i snitt 8% under 2024-25. Givet att vi bedömer det som sannolikt att bolaget väljer att skjuta på utdelningen 2024 höjer vi estimaten för vårt långsiktiga NAV med i snitt 12%.

## Värdering

Historiskt har fastighetsbolag handlat kring NAV. Vi skrev i samband med vår Q1 uppdatering att SBB bör handla till en rabatt om 30% mot NAV givet den osäkra situationen på finansierings och fastighetsmarknaden. Givet det sänkta kreditbetyget höjer vi denna rabatt till 50% och sänker vårt motiverade värde till 12-13 kr. Vi anser att det fortfarande finns ett stort värde i SBB givet fastighetsportföljen och de byggrätter som är upptagna till ca 4 000 mkr i balansräkningen. Denna värdering motsvarar ca 1 200 kr kvm. Implicit på dagens kurs motsvarar det knappt ca 320 kr/kvm.

### Känslighetstabell

X-axel P/NAV, Y Utveckling NAV under året

	-15,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%
30%	7,4	7,9	8,3	8,8	9,2
40%	9,9	10,5	11,1	11,7	12,3
50%	12,4	13,1	13,9	14,6	15,3
60%	14,9	15,8	16,6	17,5	18,4
70%	17,4	18,4	19,4	20,4	21,5

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 930	7 447	7 056	7 449	7 621
<b>Totala Intäkter</b>	<b>1 996</b>	<b>5 121</b>	<b>5 930</b>	<b>7 447</b>	<b>7 056</b>	<b>7 449</b>	<b>7 621</b>
Fastighetskostnader	-731	-1 642	-1 853	-2 566	-1 871	-1 905	-1 909
<b>Driftnetto</b>	<b>1 265</b>	<b>3 479</b>	<b>4 077</b>	<b>4 881</b>	<b>5 185</b>	<b>5 543</b>	<b>5 712</b>
Centrala Administrationskostnader	-136	-224	-290	-433	-367	-280	-280
<b>EBITDA</b>	<b>1 046</b>	<b>3 203</b>	<b>3 701</b>	<b>4 328</b>	<b>4 788</b>	<b>5 263</b>	<b>5 432</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>1 046</b>	<b>3 203</b>	<b>3 701</b>	<b>4 328</b>	<b>4 788</b>	<b>5 263</b>	<b>5 432</b>
Intressebolag och JVs	92	144	2 814	-1 866	288	875	875
<b>EBITA</b>	<b>1 138</b>	<b>3 347</b>	<b>6 515</b>	<b>2 462</b>	<b>5 076</b>	<b>6 138</b>	<b>6 307</b>
<b>EBIT</b>	<b>1 138</b>	<b>3 347</b>	<b>6 515</b>	<b>2 462</b>	<b>5 076</b>	<b>6 138</b>	<b>6 307</b>
Ränteintäkter	102	166	274	239	199	200	200
Räntekostnader	-482	-973	-1 011	-1 498	-2 434	-2 967	-3 274
Övriga finansiella poster	-197	-199	-155	-2	-116	0	0
<b>Förvaltningsresultat (PFPM)</b>	<b>645</b>	<b>2 474</b>	<b>5 720</b>	<b>-416</b>	<b>2 236</b>	<b>3 371</b>	<b>3 233</b>
<b>Förvaltningsresultat (PFPM), justerat</b>	<b>645</b>	<b>2 474</b>	<b>5 720</b>	<b>-416</b>	<b>2 236</b>	<b>3 371</b>	<b>3 233</b>
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 542	21 360	-7 768	-4 732	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	39	-675	2 244	-2 370	-1 200	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>3 137</b>	<b>10 341</b>	<b>29 324</b>	<b>-10 554</b>	<b>-3 696</b>	<b>3 371</b>	<b>3 233</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>3 137</b>	<b>10 341</b>	<b>29 324</b>	<b>-10 554</b>	<b>-3 696</b>	<b>3 371</b>	<b>3 233</b>
Skatt, aktuell	-34	-165	-247	-295	-174	-69	-66
Skatt, uppskjuten	-479	-1 092	-3 476	1 032	181	-619	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>25 601</b>	<b>-9 817</b>	<b>-3 689</b>	<b>2 683</b>	<b>3 167</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>25 601</b>	<b>-9 817</b>	<b>-3 689</b>	<b>2 683</b>	<b>3 167</b>

Källa: EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Resultat före skatt	3 137	10 341	29 324	-10 554	-3 696	3 371	3 233
Intresseföretag och JVs	-92	-144	-2 814	1 866	-	-	-
Värdeförändringar, fastigheter	-2 453	-8 542	-21 360	7 768	4 732	0	0
Värdeförändringar, finansiella instrument	-39	675	-2 244	2 370	1 200	0	0
Övriga kassaflödespåverkande poster	134	67	-200	2 329	448	-575	-575
Betald skatt	-34	-165	-247	-294	-174	-69	-66
<b>Kassaflöde före förändring i rörelsekapital</b>	<b>653</b>	<b>2 232</b>	<b>2 459</b>	<b>3 485</b>	<b>2 510</b>	<b>2 728</b>	<b>2 593</b>
Förändringar i rörelsekapital	8 799	-9 233	2 153	-1 365	622	-223	-229
<b>Kassaflöde från operativ verksamhet</b>	<b>9 452</b>	<b>-7 001</b>	<b>4 612</b>	<b>2 120</b>	<b>3 133</b>	<b>2 504</b>	<b>2 364</b>
Investeringar i befintliga fastigheter	-58 258	-14 016	-4 694	-5 250	-2 443	-1 600	-1 200
Förvärv av fastigheter	6 672	12 903	-8 763	249	0	0	0
Övriga FCF-påverkande poster	-5 960	-2 669	-14 480	3 680	-1 188	319	294
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-57 546</b>	<b>-3 782</b>	<b>-27 937</b>	<b>-1 321</b>	<b>-3 631</b>	<b>-1 281</b>	<b>-906</b>
Utdelning	-426	-853	-1 846	-2 837	-1 503	0	0
Nyemission / återköp	15 767	13 136	1 535	-742	-4	0	0
Förändring i skulder	45 455	-730	19 840	-2 630	2 718	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>60 796</b>	<b>11 553</b>	<b>19 529</b>	<b>-6 209</b>	<b>1 211</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>12 702</b>	<b>770</b>	<b>-3 796</b>	<b>-5 410</b>	<b>713</b>	<b>1 223</b>	<b>1 458</b>

Källa: EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	6 687	6 319	6 066	5 283	5 283	5 283	5 283
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	149 335	135 616	133 529	134 919	136 119
Intresseföretag och JVs	909	2 867	16 373	12 649	12 566	12 866	13 166
Övriga anläggningstillgångar	21	22	48	37	105	105	105
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>89 302</b>	<b>103 893</b>	<b>181 630</b>	<b>161 084</b>	<b>158 386</b>	<b>160 076</b>	<b>161 329</b>
Övriga omsättningstillgångar	1 002	2 732	2 997	2 436	3 515	4 056	4 804
Likvida medel och kortfristiga placeringar	13 899	13 606	9 890	4 850	5 387	6 611	8 068
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>14 901</b>	<b>16 338</b>	<b>12 887</b>	<b>7 286</b>	<b>8 902</b>	<b>10 677</b>	<b>12 872</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>194 517</b>	<b>168 370</b>	<b>167 288</b>	<b>170 753</b>	<b>174 200</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Totalt eget kapital	30 896	52 136	82 971	63 337	67 292	69 975	72 549
Banklån, långfristiga	22 073	11 995	21 974	30 496	25 362	25 362	25 362
Obligationslån, långfristiga	23 720	34 663	51 919	48 310	43 949	43 949	43 949
Derivat	25	267	30	971	357	357	357
Långfristiga leasingskulder	445	614	639	829	823	823	823
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	10 428	9 120	8 799	9 311	9 905
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	292	141	283	283	283
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>52 522</b>	<b>55 731</b>	<b>85 282</b>	<b>89 867</b>	<b>79 573</b>	<b>80 085</b>	<b>80 679</b>
Banklån, kortfristiga	3 912	69	1 758	3 400	3 118	3 118	3 118
Obligationslån, kortfristiga	1 442	3 121	1 175	3 768	8 674	8 674	8 471
Företagscertifikat	4 944	5 418	11 169	1 111	2 457	2 457	2 457
Leverantörsskulder	131	117	181	456	359	359	359
Övriga kortfristiga skulder	10 356	3 639	11 981	6 431	5 814	6 085	6 567
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>20 785</b>	<b>12 364</b>	<b>26 264</b>	<b>15 166</b>	<b>20 422</b>	<b>20 693</b>	<b>20 972</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>194 517</b>	<b>168 370</b>	<b>167 288</b>	<b>170 753</b>	<b>174 200</b>

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	>100%	16%	26%	-5%	6%	2%
Vakansgrad	5%	6%	6%	5%	4%	4%	4%
Överskottsgrad	63%	68%	69%	66%	73%	74%	75%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	62%	>100%	18%
CEPS, tillväxt	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	52,8%	36,8%	Neg.
EPRA NAV, tillväxt	Neg.	40,2%	58,2%	Neg.	Neg.	2,9%	7,3%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	68,7%	59,1%	Neg.	6,2%	4,0%	3,7%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	>100%	17,2%	19,7%	6,2%	6,9%	3,1%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	66,7%	32,0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	22%	38%	Neg.	Neg.	4%	4%
Yield	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Implicit yield	4%	4%	3%	6%	18%	20%	22%

Källa: EPB

Finansiell ställning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	43 233	41 660	78 105	82 235	78 996	77 772	76 112
Belåningsgrad	41,5%	34,6%	40,2%	48,8%	47,2%	45,5%	43,7%
Soliditet	30%	43%	43%	38%	40%	41%	42%
Nettoskultsättningsgrad	1,4x	0,8x	0,9x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
Nettoskuld / EBITDA	41,3x	13,0x	21,1x	19,0x	16,5x	14,8x	14,0x
Snittränta	1,8%	1,3%	1,1%	2,1%	2,5%	3,0%	3,1%

Källa: EPB

Aktiedata							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat (PFPM) per aktie	0,52	1,86	3,94	-0,29	1,54	2,32	2,22
EPS	2,12	6,84	17,7	-6,76	-2,54	1,84	2,18
EPS, justerad	2,12	6,84	17,7	-6,76	-2,54	1,84	2,18
FCF per aktie	0,42	1,63	1,61	0,80	1,22	1,67	1,58
Utdelning per aktie	0,60	1,00	1,32	0,36	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	24,9	39,2	57,2	43,5	46,3	48,1	49,9
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
EPRA NAV per aktie	20,0	28,1	44,5	31,3	30,1	31,0	33,2

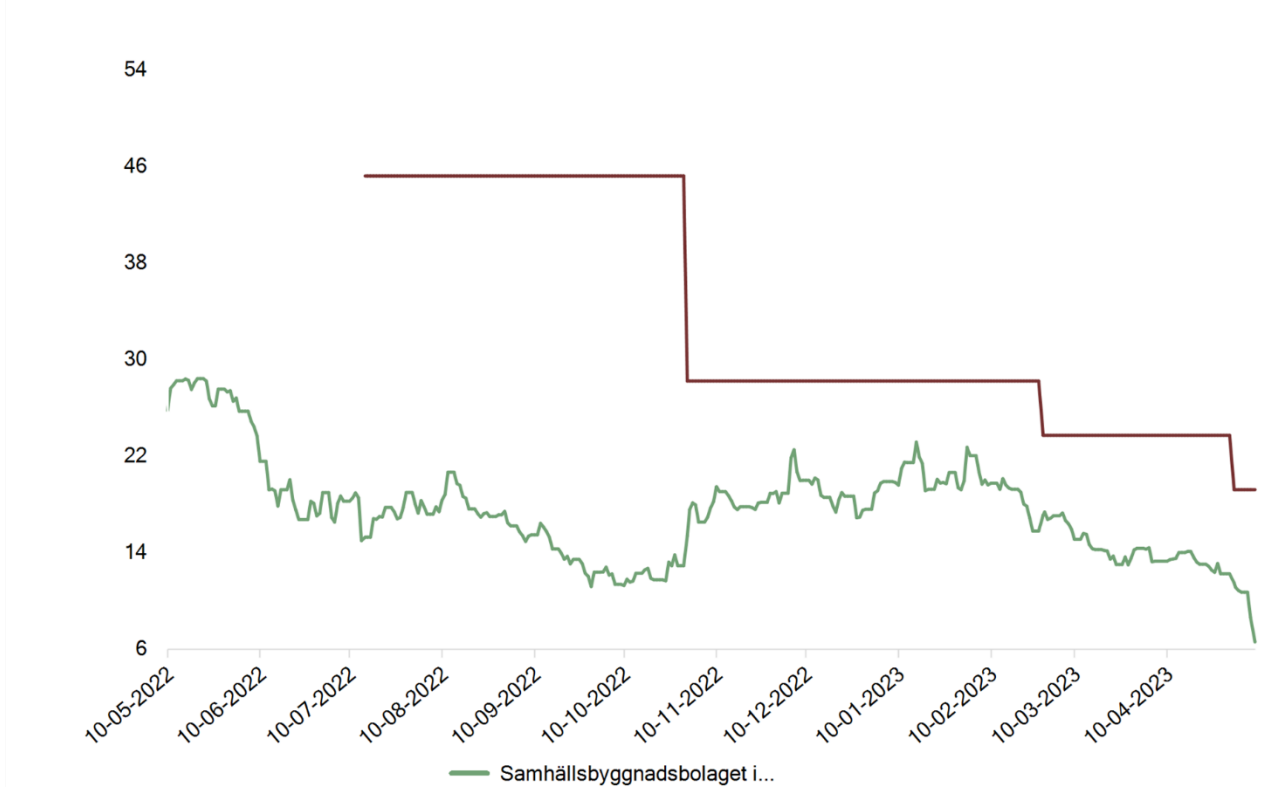
Källa: EPB

Värdering							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/PFPM per aktie	44,1x	15,4x	16,8x	-60,7x	4,1x	2,8x	2,9x
P/E, justerad	10,8x	4,2x	3,8x	-2,6x	-2,5x	3,5x	2,9x
P/EK	0,9x	0,7x	1,2x	0,4x	0,1x	0,1x	0,1x
P/EPRA NAV	1,1x	1,0x	1,5x	0,6x	0,2x	0,2x	0,2x
P/CEPS	54,9x	17,6x	41,2x	21,7x	5,2x	3,8x	4,0x
Direktavkastning	2,6%	3,5%	2,0%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBIT, justerad	28,4%	14,6%	7,5%	-5,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EV	71 610	79 605	175 671	112 074	100 877	100 290	100 290
Aktiekurs	23,0	28,7	66,4	17,4	6,4	6,4	6,4

Källa: EPB

## 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 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](http://www.penser.se)