



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 07 juni 2023

Talkpool

Ytterligare steg i rätt riktning i Q1

Fortsätter att reducera skuldsättningen

I Q1 fortsatte Talkpool ta steg i rätt riktning och utvecklingen under första kvartalet påvisar snabba effekter av bolagets omställning från tillväxtfokus till fokus på lönsamhet och kassaflöden. Vi anser att höjdpunkterna bland annat är fortsatt god utveckling inom Network Services i Tyskland, fortsatt framgång i skuldreduceringen, samt snabba effekter av Talkpools ökade kostnadsfokus. Utöver detta förhandlar Talkpool om ett nytt femårigt avtal med Deutsche Telecom, som kan medföra stark orderingång om Talkpool skulle ingå det. Samtidigt har Talkpool inte fullt kunnat fokusera på USA-marknaden, som hade begränsad tillväxt i kvartalet. Nettoskulden är kraftigt reducerad och uppgick vid utgången av Q1'23 till EUR 2m (4,8m).

Fortsatt möjligt med Pakistantransaktion

Efter att motparten i Pakistanaffären inte genomfört affären, har Talkpool under 2023 anlitat en agent som aktivt letar efter köpare av Pakistanverksamheten. Affären kan därmed komma att bli aktuell under återstoden av 2023. Om affären drivs igenom har Talkpool kommunicerat att man överväger att nyttja möjligheten att köpa tillbaka aktierna i Nordic Propeye.

Attraktiv värdering med tanke på utsikterna

Vi reducerar våra estimat för att delvis reflektera att fokus på lönsamhet över tillväxt, samtidigt som de avyttrade dotterbolagen hade något högre omsättning än våra tidigare estimat. Vi ser ett nytt motiverat värde om 9,50 – 10,50 kr per aktie (10 – 11 kr).

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	-14,2%	-14,2%	-14,2%	Totala intäkter	26	18	19	20	Motiverat värde
EBITDA, just.	-43,0%	-36,7%	-31,8%	Tillväxt	2%	-29%	6%	6%	9,5 – 10,5 kr
EPS, just.	-72,7%	-54,8%	-42,4%	EBITDA, just.	1	1	1	2	Aktiekurs
				EBIT, just.	1	0	1	1	4,0 kr
				EPS, just.	0,2	0,0	0,1	0,1	Riskenivå
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	-83%	>100%	91%	Medium
				EK/aktie	-	-	-	0,1	
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	
				EBIT-marginal	2,4%	2,5%	4,9%	7,3%	
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	
				ROCE, just.	14,8%	13,0%	25,1%	34,8%	
				EV/Sales	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	
				EV/EBITDA	6,1x	5,5x	3,4x	2,4x	
				EV/EBIT	9,7x	9,9x	4,8x	3,0x	
				P/E, just.	2,6x	13,2x	4,9x	2,6x	
				P/EK	-	-	-	4,5x	
				FCF yield	>100%	57%	25%	42%	
				Nettoskuld/EBITDA	3,1x	2,0x	0,8x	0,1x	

Kommande händelser

Q2 - rapport	31 augusti 2023
Q3 - rapport	17 november 2023

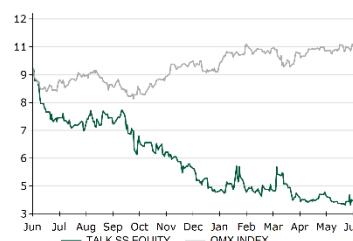
Bolagsfakta (m€)

Antal aktier	6,8m
Börsvärde	2
Nettoskuld	2
EV	4
Free float	53%
Daglig handelsvolym, snitt	8k
Bloomberg Ticker	TALK SS EQUITY

Analytiker

Hjalmar Jernström	
hjalmar.jernstrom@penser.se	

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Talkpool har de senaste åren ställt om strategiskt till att fokusera på lönsamma tillväxtmarknader, vilket bl.a. tydliggjorts genom den starka utvecklingen i Tyskland. Utöver det fokuserar Talkpool allmänt på mer lönsamma produkt- och marknadsnischer, vilket förväntas bidra till en förstärkt lönsamhet framöver. Bolaget ser dessutom över tillgångarna i balansräkningen, för att frigöra kapital och reducera skuldsättningen. Vi bedömer att bolagets strategi på sikt kommer bidra till starkare marginaler, och tillsammans med en förbättrad balansräkning har bolaget förutsättningar att värderas högre.

Strukturellt gynnas bolaget av omställningen till 5G, som medför en kraftig ökning av antalet platser och som kräver service och underhåll, vilket ökar den adresserbara marknaden. Flera av marknaderna där Talkpool är aktiva har dessutom mycket god 5G-beredskap i termer av efterfrågan, reglering och tekniskt kunnande.

Bolagsbeskrivning

Talkpools erbjudande omfattar design, sammansättning, installation och service av telekomnätverk på ett globalt plan. Talkpool tillhandahåller även produkter inom IoT-anslutningar, med ett huvudsakligt fokus på smarta byggnader. Talkpool har en bred geografisk exponering med väletablerade samarbeten med lokala partners. Bolagets huvudkontor ligger i Chur, Schweiz.

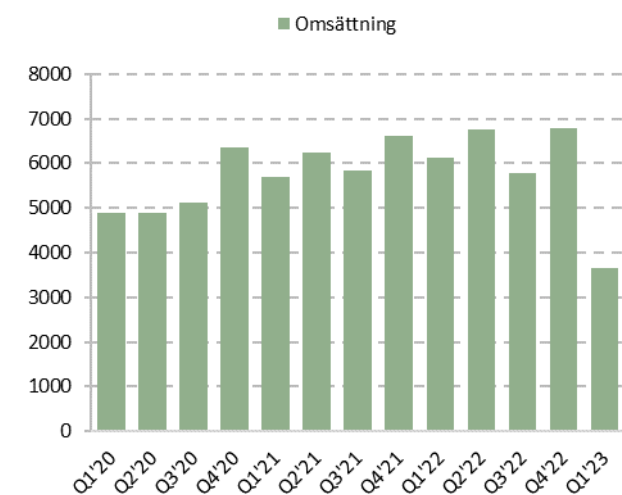
Värdering

Vi värderar Talkpool med en multipelbaserad ansats för 2023. Vi kompletterar vår multipelvärdering med en DCF-modell. Vi noterar att jämförelsebolag värderas till lägre multiplar, samtidigt som värderingarna för sektorbolag är på historiskt låga nivåer. Vi bedömer i likhet med tidigare ansats att Talkpool bör ha en viss rabatt mot liknande sektorbolag med hänsyn till t.ex. soliditeten och den relativt sett låga lönsamheten. Vi applicerar en multipel om 0,5x försäljningen för 2024e (EV/Sales) och en EBIT-multipel om 10x (EV/EBIT), båda multiplarna justerade med en rabatt om 15%. EV/Sales-multipeln om 0,5x motiverar ett värde om 8,7 kr per aktie, och EBIT-multipeln om 10x motsvarar ett motiverat värde om 9,6 kr per aktie. Vi ser ett motiverat värde om 9,5 – 10,5 kr per aktie.

Kvartalet i detalj

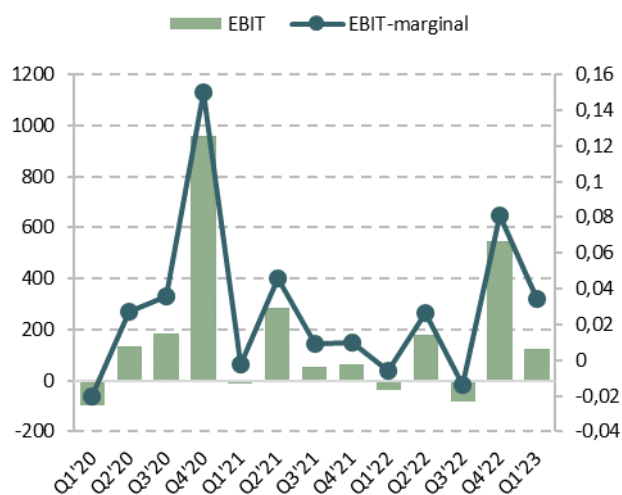
Talkpools första kvartal präglades fortsatt av fokus på skuldreducering och kostnadsfokus. Nettoomsättningen uppgick till EUR 3,7 m (6,2 m) drivet av avyttringarna av de fyra dotterbolagen i Sverige, Nederländerna och Afrika. Trots de reducerade intäkterna lyckades Talkpool ställa om till positivt rörelseresultat. Försäljnings- och administrationskostnader reducerades kraftigt y/y och uppgick till EUR 0,6 m (EUR 1,4 m). Talkpool fortsätter reducera skuldsättningen. Nettoskulden uppgick till EUR 2m (4,8m). Talkpool har därmed tidigt påvisat förmågan att fokusera på kostnader och kassaflöden, i enlighet med bolagets kommunikation under inledningen av 2023.

Diagram 1: Omsättning



Källa: Factset

Diagram 2: EBIT och marginal



Källa: Factset

Estimatändringar

Efter rapporten justerar vi försäljningsestimaten för att reflektera något lägre förväntningar i bl.a. USA för 2023e, samtidigt som vi hade räknat med något lägre omsättning inom de avyttrade dotterbolagen. Våra prognoser omfattar omsättning om EUR 18m 2023, 19m 2024 och 20m 2025. För 2023 och 2024 ser vi en EBIT-marginal om 2,5% som stärks till 4,9% 2024.

Värdering

Vi applicerar en multipel om 0,5x försäljningen för 2024e (EV/Sales) och en EBIT-multipel om 10x. Båda multiplarna är justerade med en rabatt om 15% och är oförändrade från föregående publikation. EV/Sales-multipeln om 0,5x ger ett motiverat värde om 8,7 kr per aktie, och EBIT-multipeln om 10x motsvarar ett motiverat värde om 9,6 kr per aktie.

Tabell 1: Värdering

Målmultipel (EV/Sales 2024e, x)	0,5
Målmultipel (EV/EBIT 2024e, x)	10,0
Rabatt	15%
Nettoskuld & minoritetsint.	1 988
Bolagsvärde (EV/Sales)	5 344
Bolagsvärde (EV/EBIT)	5 925
Värde per aktie (EV/Sales)	0,8
Värde per aktie (EV/EBIT)	0,9
SEK (EV/Sales)	8,7
SEK (EV/EBIT)	9,6

Källa: EPB

Vi adderar även en DCF-modell för att komplettera vår värderingsansats. Våra antaganden sammanfattas nedan och inkluderar en WACC om 14%, en tillväxt bortom prognosperioden om 1%, samt en långsiktig EBIT-marginal om 10%. Bolagsspecifikt är soliditeten låg i bolaget, även om man aktivt arbetar med att fortsätta reducera skuldsättningen. Marknadsspecifikt har bolaget en bred geografisk spridning med exponering mot marknader med låga marginaler, vilket medför viss osäkerhet. Vi applicerar en diskonteringsränta om 14% (oförändrat). Vi presenterar även en känslighetsanalys för våra antaganden kring rörelsemarginal, diskonteringsränta samt långsiktig tillväxt. DCF-modellen indikerar ett värde om EUR 1,11 per aktie (EUR 1,17 per aktie).

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	13,0%	1,16	1,19	1,22	1,25	1,28
	13,5%	1,11	1,13	1,16	1,19	1,22
	14,0%	1,06	1,09	1,11	1,13	1,16
	14,5%	1,02	1,04	1,06	1,09	1,11
	15,0%	0,98	1,00	1,02	1,04	1,06

		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	13,0%	0,94	1,08	1,22	1,35	1,49
	13,5%	0,91	1,03	1,16	1,29	1,41
	14,0%	0,88	0,99	1,11	1,23	1,34
	14,5%	0,85	0,95	1,06	1,17	1,28
	15,0%	0,82	0,92	1,02	1,12	1,22

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	24	21	21	25	25	18	19	20
Totala intäkter	24	21	21	25	26	18	19	20
Kostnad sålda varor	-19	-17	-16	-19	-19	-13	-14	-14
Bruttoresultat	6	4	6	6	7	5	6	6
Försäljningskostnader	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
Administrationskostnader	-4	-4	-4	-5	-5	-4	-4	-4
EBITDA	1	-1	1	1	1	1	1	2
EBITDA, justerad	1	-1	1	1	1	1	1	2
Avskrivningar	0	0	-1	0	0	0	0	0
EBITA, justerad	1	-1	0	1	1	0	1	1
EBIT	1	-1	0	1	1	0	1	1
EBIT, justerad	1	-1	0	1	1	0	1	1
Finansnetto	-1	-2	-1	-1	1	0	0	0
Resultat före skatt	-1	-3	-1	0	1	0	1	1
Resultat före skatt, justerad	-1	-3	-1	0	1	0	1	1
Total skatt	0	-1	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-1	-3	-1	0	1	0	0	1
Nettoresultat, justerad	-1	-3	-1	0	1	0	0	1
Intäktstillväxt	-	-13%	0%	17%	2%	-29%	6%	6%
Bruttomarginal	24,0%	20,1%	26,0%	25,5%	25,7%	27,1%	29,1%	31,0%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,4%	2,5%	4,9%	7,3%
EPS, justerad	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,03	0,07	0,13
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-83%	>100%	91%

Källa: Talkpool, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	1	-1	0	1	1	0	1	1
Övriga kassaflödesposter	-1	-2	-1	0	1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	0	2	-1	2	1	1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-1	-1	3	2	2	1	1
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	0	0	-1	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	0	0	0	1	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-1	0	-1	1	0	0	0
Fritt kassaflöde	-2	-1	-2	1	3	1	1	1
Nyemission / återköp	0	0	0	1	0	0	0	0
Förändring av skulder	2	2	1	-1	-3	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	2	2	1	0	-3	0	0	0
Kassaflöde	0	0	0	1	0	1	0	1
Nettoskuld	5	6	5	6	3	2	1	0

Källa: Talkpool, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	0	1	0	1	0	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	2	2	1	3	2	2	2	2
Varulager	0	1	1	2	1	1	1	1
Kundfordringar	8	6	5	5	3	3	3	3
Övriga omsättningstillgångar	3	3	3	0	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	1	1	2	2	3	3	4
Summa omsättningstillgångar	12	11	10	9	6	6	7	8
SUMMA TILLGÅNGAR	14	13	11	12	8	8	9	10
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1	-3	-2	-4	-1	-1	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	1	1	0	0	0	0
Summa eget kapital	1	-3	-2	-2	-1	-1	0	1
Långfristiga räntebärande skulder	4	4	2	3	3	2	2	2
Summa långfristiga skulder	4	4	2	3	3	3	3	3
Kortfristiga räntebärande skulder	2	3	4	4	2	2	2	2
Leverantörsskulder	3	3	2	2	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	5	5	4	4	3	3	3	3
Summa kortfristiga skulder	9	11	10	11	6	6	6	7
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	14	13	11	12	8	8	9	10

Källa: Talkpool, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-13%	0%	17%	2%	-29%	6%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-3%	-15%	-14%	60%	44%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	48%	-17%	-25%	>100%	60%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-83%	>100%	91%
Bruttomarginal	24,0%	20,1%	26,0%	25,5%	25,7%	27,1%	29,1%	31,0%
EBITDA-marginal	4,4%	Neg.	5,4%	4,6%	3,7%	4,5%	6,8%	9,2%
EBITDA-marginal, justerad	4,4%	Neg.	5,4%	4,6%	3,7%	4,5%	6,8%	9,2%
EBIT-marginal	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,4%	2,5%	4,9%	7,3%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	2,4%	2,5%	4,9%	7,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,0%	1,0%	2,4%	4,4%

Källa: Talkpool, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	>100%	45%	16%	Neg.	Neg.	Neg.	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	11%	16%	15%	13%	25%	35%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	15%	22%	24%	33%	>100%	>100%

Källa: Talkpool, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	1%	3%	3%	9%	5%	3%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	34%	29%	24%	20%	12%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	14%	20%	13%	13%	7%	10%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	40%	52%	52%	46%	26%	36%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	16%	8%	12%	4%	1%	-5%	-5%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	4,0x	4,9x	4,6x	5,3x	7,4x	5,1x	4,9x	4,3x

Källa: Talkpool, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	5	6	5	6	3	2	1	0
Soliditet	4%	-21%	-15%	-21%	-12%	-10%	-4%	5%
Nettoskuldsättningsgrad	7,8x	-2,2x	-3,2x	-2,3x	-2,9x	-2,0x	-2,9x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	4,4x	-9,9x	4,5x	5,1x	3,1x	2,0x	0,8x	0,1x

Källa: Talkpool, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,03	0,07	0,13
EPS, justerad	-0,24	-0,68	-0,19	-0,06	0,15	0,03	0,07	0,13
FCF per aktie	-0,46	-0,27	-0,30	0,18	0,45	0,19	0,08	0,14
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,12	-0,55	-0,31	-0,37	-0,15	-0,13	-0,06	0,08
Antal aktier vid årets slut, m	4,93	4,93	5,38	6,68	6,68	6,68	6,68	6,68
Antal aktier efter utspädning, snitt	4,12	4,93	5,15	6,03	6,68	6,68	6,68	6,68

Källa: Talkpool, EPB

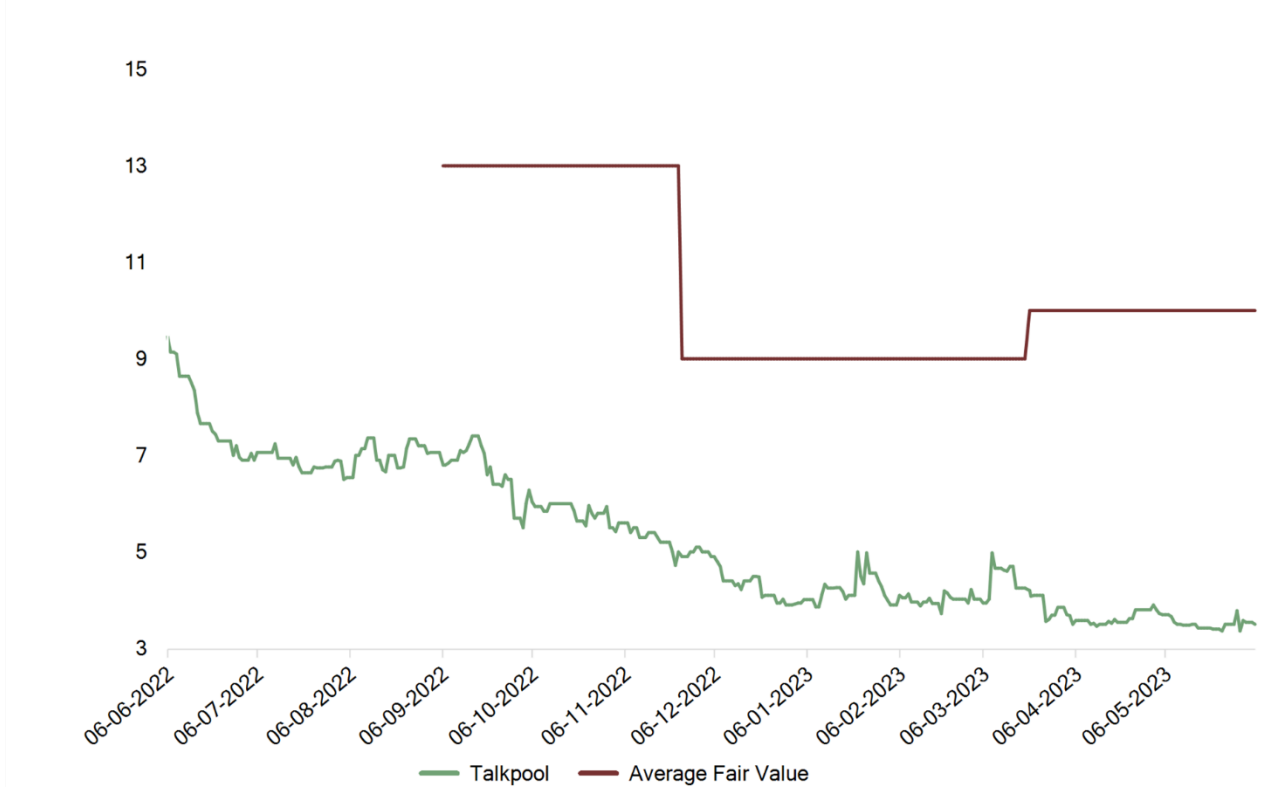
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6x	13,2x	4,9x	2,6x
P/EK	18,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	7,8x	0,9x	1,8x	4,0x	2,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	13%	>100%	57%	25%	42%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	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	0,6x	0,7x	1,1x	0,6x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	14,8x	Neg.	19,9x	14,5x	6,1x	5,5x	3,4x	2,4x
EV/EBIT, justerad	21,5x	Neg.	46,7x	22,3x	9,7x	9,9x	4,8x	3,0x
EV	16	14	23	16	6	4	4	4
Aktiekurs	2,3	1,6	2,7	1,4	0,4	0,3	0,3	0,3

Källa: Talkpool, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Talkpool (TALK 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