



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 19 oktober 2023

Waystream

Fortsatt svagt resultat, men Centraleuropa växer kraftigt

Avvaktande marknad med höga lagernivåer i hela värdekedjan

Waystream rapporterade fortsatt svagt relativt samma period föregående år. EBIT på 1,3 mkr i Q3'23 försvagades markant från Q3'22 (8,5 mkr) och EBIT för 9m'23 var -0,5 mkr (18,0). Bolaget beskriver marknaden som avvaktande. I kombination med de stora beställningar som gjordes under 2022 är lagernivåerna höga hos kunder och Waystream, som sitter på stora lager av färdiga produkter. Bruttomarginalen fortsätter att vara beroende av produktmixen. Under Q3'23 ökade försäljningen av mer avancerade Lager 3-produkter, vilket ökade bruttomarginalen från Q2'23, men bruttomarginalen minskade från Q3'22 på grund av en motsvarande minskning av Lager 3-produkter.

Den viktiga tillväxtmotorn Centraleuropa levererar

Den viktiga tillväxtmotorn Centraleuropa fortsätter att leverera starkt. Försäljningen ökade med 157% i kvartalet och med 76% under årets första 9 månader. I absoluta termer är nu försäljningen utanför Norden, 6,1 mkr, marginellt lägre än försäljningen i Sverige, 6,7 mkr, och vår bedömning är att verksamheten utanför Norden snart är i kapp Sverige ur ett storleksperspektiv. Ramavtalet med Telia fortsätter att generera beställningar från Telia Baltikum, men har i övrigt underpresterat relativt bolagets egna förväntningar. Vår övergripande syn är att Waystream är inne i en period av cyklisk motvind drivet av höga räntor, vilket har minskat bredbandsutbyggnad, kombinerat med för höga lagernivåer. Vi ser ingen anledning till att ändra vår långsiktiga syn att Waystream har en stor tillväxtpotential.

Lägre prognoser och lägre motiverad multipel ger nytt motiverat värde

Baserat på den svaga inledningen av 2023 sänker vi våra prognoser för hela prognosperioden då det är sannolikt att den cykliska motvinden från högre räntor fortsätter in i 2024 och 2025. Vi har tidigare värderat aktien på snittet för Hexatronics EV/EBITDA på 13x. Givet Hexatronics negativa omvärdering har vi sänkt den motiverade multipeln till 9x. Detta ger ett nytt motiverat värde på 23-25 kr per aktie.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk					
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	23,0 - 25,0 SEK			
Totala intäkter	-13,6%	-15,1%	-15,0%	149	137	179	211	Aktiekurs	21,4 SEK			
EBIT, just.	-126,2%	-44,8%	-34,9%	Tillväxt	50%	-8%	30%	18%	Riskenivå	Medel		
EPS, just.	-127,2%	-45,0%	-34,9%	EBITDA, just.	33	2	23	33	Kursutveckling 12 mån 			
Kommande händelser			EBIT, just.	26	-5	16	26					
Q4 - rapport			15 februari 2024	EPS, just.	2,5	-0,5	1,4	3,1	Intressekonflikter			
Bolagsfakta (mSEK)			EPS-tillväxt, just.	34%	N.m.	N.m.	>100%	Yes			No	
Antal aktier			8,1m	EK/aktie	9,0	7,8	8,4	9,9			Likviditetsgarant	✓
Börsvärde			173	Utdelning per aktie	0,8	0,9	1,0	1,1			Certified adviser	✓
Nettoskuld			7	EBIT-marginal	18,9%	Neg.	9,2%	13,0%	Transaktioner 12m	✓		
EV			180	ROE, just.	31,7%	Neg.	17,8%	34,1%				
Free float			77%	ROCE, just.	39,2%	Neg.	22,2%	33,2%				
Daglig handelsvolym, snitt			19k	EV/Sales	3,5x	1,3x	1,0x	0,9x				
Bloomberg Ticker			WAYS SS EQUITY	EV/EBITDA	15,7x	83,3x	8,0x	5,4x				
Analytiker				EV/EBIT	19,7x	Neg.	11,6x	6,9x				
Örjan Rödén				P/E, just.	27,3x	Neg.	14,8x	6,9x				
orjan.roden@penser.se				P/EK	7,5x	2,7x	2,5x	2,2x				
				Direktavkastning	1,1%	4,0%	4,7%	5,1%				
				FCF yield	0%	-10%	-4%	11%				
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-0,5x	0,6x	0,1x				

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 i genomsnitt med fortsatt starka marginaler.

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 verksam inom bredbandsinfrastruktur. Bolaget producerar, säljer och marknadsför access-switchar som förbinder en bredbandskund till stornätet. 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 verksam i Sverige (34% av försäljningen 2022), Norden utanför Sverige (51%) och utanför Norden, framför allt övriga Europa (15%).

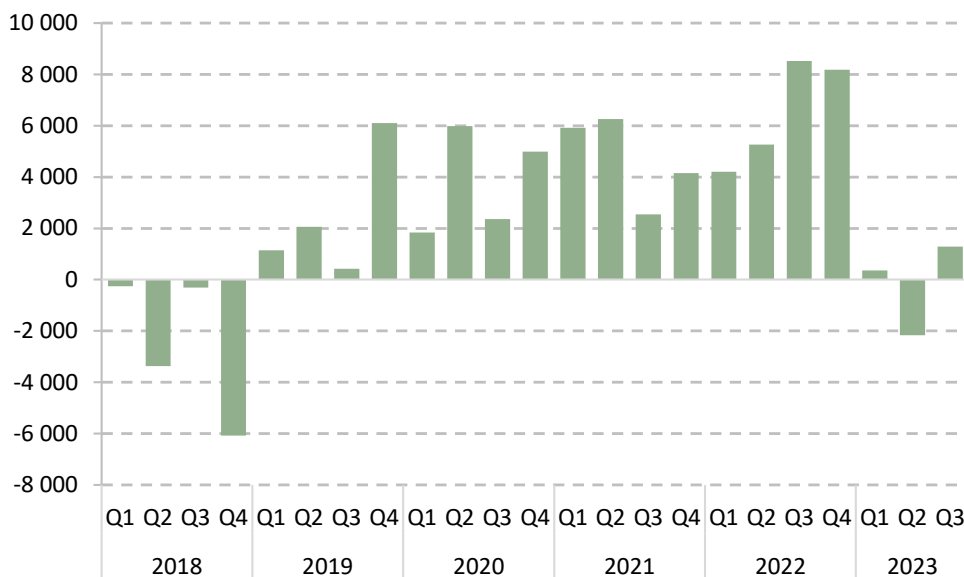
Värdering och motiverat värde

Vi värderar aktien med en EBITDA-multipel på 9x på 2024e års EBITDA, vilket är i linje med 5-års snittet för Hexatronic, justerat för de höga multiplar som Hexatronic handlades till under 2021 och 2022. Detta ger ett motiverat värde på 23-25 kr per aktie. Vårt DCF-värde uppgår till 36 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

Waystream rapporterade fortsatt svagt relativt samma period föregående år. EBIT på 1,3 mkr i Q3'23 försvagades markant från Q3'22 (8,5 mkr) och EBIT för 9m'23 var -0,5 mkr (18,0).

Justerad EBIT, kvartalsvis, tkr



Källa: Bolaget, EPB

Bolaget beskriver marknaden som avvaktande. I kombination med de stora beställningar som gjordes under 2022 är lagernivåerna höga hos både kunder och Waystream, som sitter på stora lager av färdiga produkter. Bruttomarginalen fortsätter att vara beroende av produktmixen.

Bruttomarginal, kvartalsvis



Källa: Bolaget, EPB

Under Q3'23 ökade försäljningen av mer avancerade Lager 3-produkter, vilket ökade bruttomarginalen från Q2'23, men bruttomarginalen minskade från Q3'22 på grund av en motsvarande minskning av Lager 3-produkter.

Värdering

Vi har tidigare värderat aktien på snittet för Hexatronics EV/EBITDA på 13x. Givet Hexatronics negativa omvärdering har vi sänkt den motiverade multiplern till 9x. Detta ger ett nytt motiverat värde på 23-25 kr per aktie.

Beräkning motiverat värde

EBITDA 2024, mkr	23
Målmutipel, x	9
Motiverat företagsvärde, mkr	203
Nettoskuld 2024, mkr	13
Motiverat värde	190
Aktier, m	8,1

Värde per aktie	24
-----------------	----

Källa: Bolaget, EPB

Känslighetsanalys, multipelvärdering

		EBITDA				
		13	18	23	28	33
EV/EBITDA	7,0	9	14	18	22	27
	8,0	11	16	21	26	31
	9,0	12	18	24	29	35
	10,0	14	20	26	33	39
	11,0	15	22	29	36	43

Källa: Bolaget, EPB

DCF, sammanfattning

WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	18,0%
Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
		Skattesats	20,0%

Källa: Bolaget, 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	13,0%	39	40	42	43	45	42	42	42	42	42
	13,5%	37	38	39	40	42	39	39	39	39	39
	14,0%	34	35	36	37	39	36	36	36	36	36
	14,5%	32	33	34	35	36	34	34	34	34	34
	15,0%	30	31	32	33	33	32	32	32	32	32

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	70	66	86	91	139	126	170	202
Övriga rörelseintäkter	5	9	4	8	11	11	9	9
Totala intäkter	75	74	90	100	149	137	179	211
Kostnad sålda varor	-35	-29	-35	-34	-62	-68	-78	-87
Bruttoresultat	39	45	55	65	87	69	101	124
Övriga rörelsekostnader	-40	-31	-34	-41	-55	-67	-78	-91
EBITDA	-1	14	21	25	33	2	23	33
EBITDA, justerad	-1	14	21	25	33	2	23	33
Avskrivningar	-30	-4	-6	-6	-7	-7	-7	-7
EBITA, justerad	-31	10	16	19	26	-5	16	26
EBIT	-31	10	16	19	26	-5	16	26
EBIT, justerad	-10	10	16	19	26	-5	16	26
Finansnetto	0	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-31	9	16	19	26	-5	16	26
Resultat före skatt, justerad	-10	9	16	19	26	-5	16	26
Total skatt	6	-2	-3	-4	-6	1	-3	0
Nettoresultat	-25	7	12	15	21	-4	12	26
Nettoresultat, justerad	-4	7	12	15	21	-4	12	26
Intäktstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	-8%	30%	18%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	54,7%	59,3%	61,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	9,2%	13,0%
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,47	1,45	3,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Waystream, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-31	10	16	19	26	-5	16	26
Övriga kassaflödesposter	30	4	6	6	7	5	4	3
Förändringar i rörelsekapital	5	-2	-10	2	-23	-7	-18	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	12	12	27	10	-7	2	28
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-9	-4	-8	-9	-11	-9	-9
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-9	-4	-9	-9	-11	-9	-9
Fritt kassaflöde	-1	3	8	18	1	-18	-7	19
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	-24	-14	11
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-1	13	2

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	27	29	31
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	29	31	33
Varulager	6	4	9	7	21	25	29	34
Kundfordringar	7	16	15	17	36	32	42	50
Övriga omsättningstillgångar	2	1	2	4	18	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	8	26	27	3	-11	0
Summa omsättningstillgångar	17	28	34	55	102	78	78	103
SUMMA TILLGÅNGAR	41	54	55	78	127	107	109	136
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	16	26	39	54	75	65	71	83
Summa eget kapital	16	26	39	54	75	65	71	83
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	2	-1	0	2
Summa långfristiga skulder	1	0	0	1	2	-1	0	2
Kortfristiga räntebärande skulder	8	7	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	6	11	7	8	28	21	19	25
Övriga kortfristiga skulder	10	10	7	14	20	19	18	24
Summa kortfristiga skulder	23	27	16	23	50	42	39	51
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	41	54	55	78	127	107	109	136

Källa: Waystream, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	0%	21%	11%	50%	-8%	30%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	16%	32%	-93%	>100%	47%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	58%	21%	39%	N.m.	N.m.	68%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	62%	22%	34%	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	56,4%	68,4%	63,9%	71,6%	63,0%	54,7%	59,3%	61,5%
EBITDA-marginal	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	1,7%	13,3%	16,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	21,6%	24,8%	27,3%	23,6%	1,7%	13,3%	16,5%
EBIT-marginal	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	9,2%	13,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	15,1%	18,1%	20,7%	18,9%	Neg.	9,2%	13,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,0%	14,1%	16,2%	14,8%	Neg.	7,1%	13,0%

Källa: Waystream, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	34%	37%	32%	32%	Neg.	18%	34%
ROCE, justerad	Neg.	34%	42%	39%	39%	Neg.	22%	33%
ROIC, justerad	Neg.	39%	52%	60%	65%	Neg.	21%	31%

Källa: Waystream, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	8%	6%	10%	7%	14%	18%	16%	16%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	22%	16%	17%	24%	23%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	16%	36%	20%	22%	45%	31%	24%	29%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	46%	23%	31%	43%	31%	25%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	2%	13%	8%	18%	25%	29%	25%
Kapitalomsättningshastighet	3,0x	2,2x	2,2x	1,8x	1,9x	2,0x	2,5x	2,5x

Källa: Waystream, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	7	1	-6	-24	-25	-1	13	2
Soliditet	40%	49%	71%	69%	59%	61%	65%	61%
Nettoskulsättningsgrad	0,4x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	0,0x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	-10,0x	0,1x	-0,3x	-1,0x	-0,8x	-0,5x	0,6x	0,1x

Källa: Waystream, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,64	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,47	1,45	3,12
EPS, justerad	-0,56	0,93	1,50	1,83	2,45	-0,47	1,45	3,12
FCF per aktie	-0,22	0,38	0,96	2,18	0,12	-2,17	-0,89	2,30
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	7,80	8,42	9,90
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

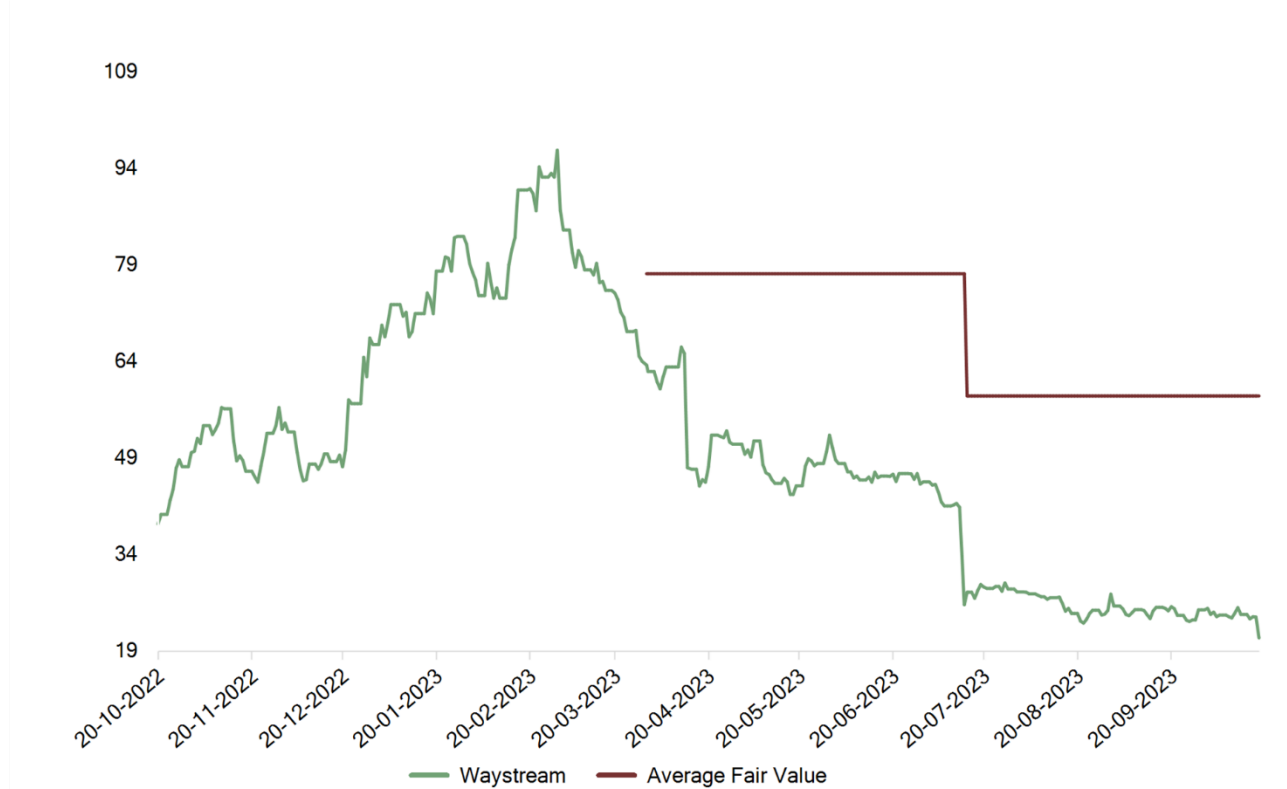
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	4,6x	12,0x	13,2x	27,3x	Neg.	14,8x	6,9x
P/EK	1,3x	1,3x	3,8x	3,6x	7,5x	2,7x	2,5x	2,2x
P/FCF	Neg.	11,0x	18,9x	11,0x	574,8x	Neg.	Neg.	9,3x
FCF-yield	Neg.	9%	5%	9%	0%	Neg.	Neg.	11%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	4,0%	4,7%	5,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	-181,2%	69,2%	35,2%
EV/Sales	0,4x	0,4x	1,6x	1,7x	3,5x	1,3x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,2x	6,5x	6,8x	15,7x	83,3x	8,0x	5,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	9,0x	9,0x	19,7x	-37,3x	11,6x	6,9x
EV	28	31	140	170	515	180	180	180
Aktiekurs	3,1	4,2	18,1	24,1	67,0	21,4	21,4	21,4

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 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 informationspridning, 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