



Sun4energy Group AB

Avtal om förvärv av Niutech annonserat

Avtal om förvärv av Niutech annonserat

Sun4Energy har nu ingått ett avtal om det tidigare annonserade förvärvet av Niutech. Sannolikheten är hög att förvärvet godkänns på en extra bolagsstämma (30/11), även om det finns en teoretisk möjlighet att så inte sker. Vi anser att det är ett bra förvärv då Niutech tillför spetskompetens i form av energi och nätverksutbyggnad samt inte minst en betydande elinstallationsverksamhet, som vi bedömer är en avgörande komparativ fördel på morgondagens marknad för energilösningar. Bolagen kompletterar varandra geografiskt.

Lönsamt bolag med stark tillväxt

Niutech är ett lönsamt bolag med en bred verksamhet. Bolaget är verksamt inom solcellsinstallationer, bredbandsutbyggnad, mobilnätutbyggnad och elinstallationer. EBITA-marginalen uppgick till 3,9% för 9m'23, att jämföra med Sun4Energy som uppvisar en EBITA-marginal på -0,7% för samma period. Enligt våra beräkningar kommer Niutech att dubblera sin omsättning under 2023 via en kombination av organisk och förvärvad tillväxt. Bolaget har genomfört besparingar under 2023 då deras installationsverksamhet möter en allt svårare marknadssituation med en avstannande byggmarknad givet den nuvarande makroekonomiska motvinden. Vi bifogar en proformaberäkning av prognoser för den framtida koncernen på sidan 3.

Vi justerar våra prognoser men ser fortsatt en betydande uppsida i aktien

Vi justerar våra prognoser då resultatet för Sun4Energy var relativt svagt. EBIT uppgick till -5,0 mkr, att jämföra med +2,2 mkr i Q3'22. Vi har inte tillräcklig information för att göra en tillförlitlig prognos av den nya koncernen varför våra resultatprognoser fortsatt endast innehåller Sun4Energy exklusive Niutech. Vi behåller vårt motiverade värde då vi står fast vid våra prognoser för 2025e; en viss avmattning i tillväxten kompenseras av lägre kostnader. Den kombinerade koncernen kommer att bli en betydande spelare med en omsättning på över 750 mkr i 2025e, vilket vi bedömer inte reflekteras i dagens aktiekurs.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk				
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	15,0 - 16,5 SEK		
Totala intäkter	-14,5%	-15,3%	-15,3%	177	280	374	504	Aktiekurs	6,3 SEK		
EBIT, just.	N.m.	-23,6%	2,5%	>100%	58%	34%	35%	Riskenivå	Medel		
EPS, just.	N.m.	-38,9%	-0,5%	0	-2	6	15	Kursutveckling 12 mån 			
Kommande händelser			EBIT, just.	-2	-5	3	11				
Q4 - rapport	22 februari 2024		EPS, just.	-0,7	-1,3	0,3	1,8				
Q1	23 maj 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%				
Bolagsfakta (mSEK)			EK/aktie	4,9	3,8	4,1	5,9				
Antal aktier	5,3m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0				
Börsvärde	34		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	0,7%	2,3%				
Nettoskuld	4		ROE, just.	Neg.	Neg.	7,5%	35,6%				
EV	40		ROCE, just.	Neg.	Neg.	8,8%	31,7%				
Free float	58%		EV/Sales	0,5x	0,1x	0,1x	0,1x				
Daglig handelsvolym, snitt	8k		EV/EBITDA	309,7x	-23,8x	6,7x	2,7x	Intressekonflikter			
Bloomberg Ticker	SUN4 SS EQUITY		EV/EBIT	Neg.	-8,0x	15,2x	3,5x			Yes	No
Analytiker			P/E, just.	-21,7x	-5,0x	21,1x	3,5x			Likviditetsgarant	✓
Örjan Rödén			P/EK	3,2x	1,6x	1,5x	1,1x			Certified adviser	✓
orjan.rodén@penser.se			FCF yield	-25%	-13%	-2%	20%	Transaktioner 12m	✓		
			Nettoskuld/EBITDA	-3,5x	-2,2x	0,8x	-0,2x				

Investment case

Den svenska kraftmarknaden är i kraftig omstöpning: Elektrifiering i allmänhet och flera stora industriprojekt i synnerhet kräver stora mängder ny elproduktion eller ett bättre balanserat energisystem med hjälp av lagring. Samtidigt påverkas flera kraftgenereringslag av utbyggnadsproblem och/eller långa ledtider samt lokalt motstånd. Detta gäller främst kärnkraft (långa ledtider) och vindkraft, både havsbaserad (långa ledtider och lokalt motstånd) och landbaserad (lokalt motstånd). För kärnkraft och havsbaserad vindkraft finns det även frågetecken kring den långsiktiga lönsamhetskalkylen, då många kostnadsprognoser har svårt att möta dagens elprinsnivåer. Dessutom har det svenska elsystemet stora kapacitetsbrister, som tar lång tid att åtgärda. Solenergi, framför allt tillsammans med batterilagring, är det enda energilag som kan erbjuda en snabb utbyggnad med lokal acceptans, som dessutom stöttar upp elsystemet med stödtjänster där batterilagring ingår. Dessutom är det en helt förnyelsebar energikälla. Vi bedömer att marknaden för solenergi kommer att växa med 35% och att Sun4Energy kan växa i takt med marknaden fram till och med 2026.

En vinnare på morgondagens solenergimarknad: Marknaden för solpanelsinstallatörer är i kraftig förändring. Marknaden mognar i takt med att erbjudandet blir mer standardiserat och lönsamheten pressas, efter en närmast explosiv utveckling under de senaste åren. En simpel installation av solpaneler ersätts av alltmer komplexa energilösningar där solpaneler, energilagring, laddning av elfordon och IT-plattformar efterfrågas på marknaden. Sun4Energy, med sitt ursprung i elinstallationer och byggverksamhet, är i en utmärkt position att bli en trovärdig leverantör av helhetslösningar inom energi med fokus på solpaneler. Vi ser framför oss en kraftig konsolidering av marknaden för solpanelsinstallatörer, där Sun4Energy som noterat bolag och med starka finanser samt en bred ansats mot morgondagens energimarknad, har stora möjligheter att ta del av en marknadskonsolidering. Bolagets flexibla modell, där man inte har produktion av egna produkter, gör att bolaget kan agera snabbfotat när det tekniska landskapet förändras och nya specialiserade aktörer etablerar sig.

Storlek och interna åtgärder höjer lönsamheten strukturellt: Sun4Energy har vuxit kraftigt under de senaste åren och har därför uppvisat förluster, som dock får ses som marginella i sammanhanget, med en rörelsemarginal på -2% och -1% för 2021 och 2022. Detta är helt i linje med bolagets affärsplan. I takt med att bolaget växlar in på en mindre spektakulär tillväxtbana, i kombination med bolagets relativa storlek i branschen, ökar möjligheterna att knyta till sig attraktiva samarbetspartners samt att bli en allt större kund hos viktiga utrustningstillverkare. Sammantaget ser vi en bättre lönsamhet framöver, främst drivet av bättre enhetskostnader på inköpt utrustning, men även stordriftsfördelar ur den organisation som bolaget har byggt upp. Bolaget har även genomfört interna åtgärder som ett helt nytt projekteringssystem, vilket underlättar bättre projektstyrning och därmed högre lönsamhet. Vi ser en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%.

Bolagsprofil

Sun4Energy är en ledande aktör inom solenergi och laddinfrastruktur i Sverige. Bolaget designar, installerar och driftsätter solcellsanläggningar och elbilsladdare för privatpersoner, företag och kommuner. Bolagets mål är att erbjuda kunderna hållbara energilösningar som påskyndar övergången till en fossilfri framtid, samtidigt som de sänker driftkostnaderna.

Värdering

Vi har värderat Sun4Energy med en relativ och en absolut värderingsmetod. Vi har endast använt den relativa värderingsmetoden som underlag för vårt motiverade värde. I den relativa värderingsmetoden har vi valt att jämföra bolaget med Byggpartner, ett installationsföretag. I grund och botten är Sun4Energy ett installationsföretag, även om den väsentligt högre tillväxten inom solcellsinstallationer skiljer sig markant från traditionella installationsföretag, men så gör även den skarpare konkurrensen. Byggpartner är även ett mindre bolag, vilket ökar jämförbarheten. Förutom under perioder av underlönsamhet, har Byggpartner handlats på ett P/E-tal på 10x-15x. Vi har valt bort perioder präglade av svag lönsamhet och satt ett tak på P/E 12x i vår beräkning och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016–2022, enligt data från FactSet. Vi har applicerat den multipeln på vinsten för 2025e, det år då vi ser att Sun4Energy når en godtagbar lönsamhet. Nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger det ett underlag på 15,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 15,0–16,5 kr per aktie.

Vår absolutvärdering, som bygger på en DCF-kalkyl och är baserad på en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%, en långsiktig tillväxt på 2% och en WACC på 14%, ger ett värde på 16 kr per aktie. Givet att bolaget har en kort historik och hittills har redovisat förluster på helårsbasis, är det förståeligt att marknaden inte prissätter aktien i linje med sitt fulla fundamentala värde. En fortsatt tillväxt, i kombination med de lönsamhetsförbättringar vi ser, bör leda till att rabatten mot det fundamentala avkastningsvärdet succesivt minskar över tid. Solcellsbranschens starka tillväxt bör dessutom leda till högre multiplar över tid.

Proformaberäkning nya koncernen, beräkning av motiverat värde och DCF-värdering

Proformaberäkning nya koncernen

(tkr)	Proforma den nya koncernen				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Omsättning	46 923	176 014	299 234	623 857	769 395
Övriga rörelseintäkter	670	996	1 187	4 160	4 149
Totala intäkter	47 593	177 010	300 420	628 017	773 544
Råvaror och förnödenheter	-30 657	-117 031	-178 178	-340 346	-417 294
Bruttoresultat	16 936	59 979	122 242	287 671	356 250
Övriga externa kostnader	-7 193	-22 412	-41 932	-108 249	-128 751
Personalkostnader	-10 110	-36 617	-79 521	-150 843	-186 778
Övriga rörelsekostnader	-119	-884	-1 570	-1 600	-1 595
EBITDA	-486	66	-780	26 979	39 127

Källa: Bolaget, EPB

Beräkning motiverat värde

Nettovinst 2025e, mkr	11
Motiverad P/E- multipel	11,5
Värde 2025e, mkr	121
Övriga justeringar	0
Aktievärde 2025e, mkr	121
WACC	14,0%
Diskonterat värde idag, mkr	93
Aktier, m	5,9
Värde per aktie, kr	15,8
Rabatt/Premium	0%
Underlag för motiverat värde, kr	15,8
Motiverat värde, kr per aktie	15,0 - 16,5

Källa: Bolaget, EPB

Känslighetsanalys motiverat värde

PE	WACC		
	10,0%	14,0%	18,0%
5,5	8,1	7,5	7,0
8,5	12,5	11,7	10,9
11,5	16,9	15,8	14,7
14,5	21,4	19,9	18,6
17,5	25,8	24,0	22,4

Källa: Bolaget, EPB

DCF, Sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
62	2,5%	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Risikpremie	Långsiktig EBIT-marginal
39	5,5%	2,5%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremie	Avskrivningar, % av omsättning
101	6,0%	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
4	0,0%	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Rörelsekapital, % av omsättning
0	14,0%	1,0%
Eget kapital		Skattesats
97		20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning		
6		
Eget kapital per aktie		
16		

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	12,0%	19	20	21	21	22
	13,0%	17	18	18	19	19
WACC	14,0%	16	16	16	17	17
	15,0%	14	14	15	15	15
	16,0%	13	13	13	14	14

Källa: Bolaget, EPB

		Långsiktig EBIT-marginal				
		0,5%	1,5%	2,5%	3,5%	4,5%
	12,0%	10	15	21	26	32
	13,0%	9	14	18	23	28
WACC	14,0%	8	12	16	20	24
	15,0%	8	11	15	18	22
	16,0%	7	10	13	16	19

Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	47	176	279	373	503
Övriga rörelseintäkter	1	1	1	1	1
Totala intäkter	48	177	280	374	504
Kostnad sålda varor	-31	-117	-170	-239	-310
Bruttoresultat	17	60	110	135	195
Övriga rörelsekostnader	-17	-60	-112	-129	-180
EBITDA	0	0	-2	6	15
EBITDA, justerad	0	0	-2	6	15
Avskrivningar	0	0	-2	-2	-2
EBITA, justerad	-1	0	-3	4	13
Amortering	0	-2	-2	-2	-2
EBIT	-1	-2	-5	3	11
EBIT, justerad	-1	-2	-5	3	11
Finansnetto	0	0	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-1	-2	-6	2	11
Resultat före skatt, justerad	-1	-2	-6	2	11
Total skatt	0	-1	0	0	0
Minoritetsintressen	0	-1	-1	0	0
Nettoresultat	-1	-4	-7	2	11
Nettoresultat, justerad	-1	-4	-7	2	11
Intäkstillväxt	-	>100%	58%	34%	35%
Bruttomarginal	36,1%	34,1%	39,4%	36,2%	38,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,7%	2,3%
EPS, justerad	-0,35	-0,73	-1,26	0,30	1,78
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-1	-2	-5	3	11
Övriga kassaflödesposter	1	2	2	2	2
Förändringar i rörelsekapital	-5	-13	-1	-4	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-13	-4	1	9
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-2	-1	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-3	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-1	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-6	-1	-2	-2
Fritt kassaflöde	-10	-19	-5	-1	7
Nyemission / återköp	19	10	0	0	0
Förändring av skulder	0	6	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	19	16	0	0	0
Kassaflöde	8	-3	-5	-1	7
Nettoskuld	-10	-1	4	5	-3

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR					
Goodwill	3	9	7	5	4
Materiella anläggningstillgångar	1	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	2	2
Summa anläggningstillgångar	4	12	10	9	7
Varulager	3	13	18	28	40
Kundfordringar	4	12	20	26	35
Övriga omsättningstillgångar	7	27	24	24	24
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	7	3	2	9
Summa omsättningstillgångar	25	60	64	80	108
SUMMA TILLGÅNGAR	29	72	74	88	116
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	17	28	21	22	33
Minoritetsintressen	0	1	2	2	2
Summa eget kapital	17	29	23	24	35
Långfristiga räntebärande skulder	0	6	6	6	6
Summa långfristiga skulder	0	7	7	7	7
Leverantörsskulder	4	14	31	35	45
Övriga kortfristiga skulder	7	22	14	22	29
Summa kortfristiga skulder	12	36	45	57	74
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	29	72	74	88	116

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	58%	34%	35%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	36,1%	34,1%	39,4%	36,2%	38,7%
EBITDA-marginal	Neg.	0,2%	Neg.	1,6%	2,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	0,2%	Neg.	1,6%	2,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	0,7%	2,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,7%	2,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%	2,1%

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8%	36%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9%	32%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	10%	37%

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	7%	7%	7%	8%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	9%	7%	7%	7%	7%
Leverantörsskulder / KSV	15%	12%	18%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	21%	16%	16%	15%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	9%	6%	6%	5%
Kapitalomsättningshastighet	2,8x	5,1x	9,6x	12,1x	12,2x

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-10	-1	4	5	-3
Soliditet	59%	40%	31%	28%	30%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	0,0x	0,2x	0,2x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	21,5x	-3,5x	-2,2x	0,8x	-0,2x

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,35	-0,73	-1,26	0,30	1,78
EPS, justerad	-0,35	-0,73	-1,26	0,30	1,78
FCF per aktie	-4,04	-3,88	-0,80	-0,14	1,26
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,01	4,93	3,82	4,12	5,90
Antal aktier vid årets slut, m	4,26	5,79	5,92	5,92	5,92
Antal aktier efter utspädning, snitt	2,59	5,00	5,86	5,92	5,92

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

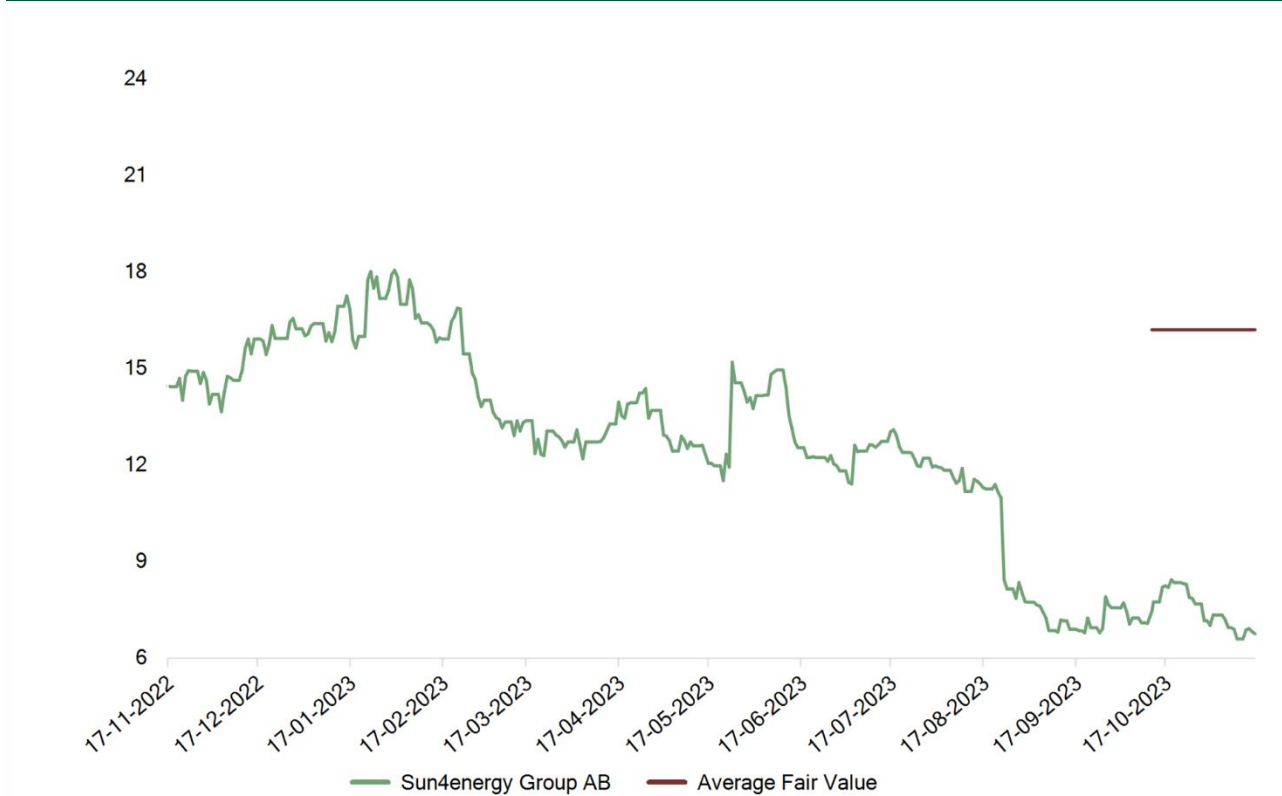
Värdering

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	21,1x	3,5x
P/EK	4,8x	3,2x	1,6x	1,5x	1,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	1,5x	0,5x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	309,7x	-23,8x	6,7x	2,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	-8,0x	15,2x	3,5x
EV	72	82	40	40	40
Aktiekurs	19,4	15,8	6,3	6,3	6,3

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Sun4energy Group AB (SUN4 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 informations spridning, 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