



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Diversifierade teleoperatörer | Sverige | 05 maj 2023

Transtema

Förlorad vinst och omsättning kommer återhämtas kommande kvartal

Svår vinter i Norge men Sverige är stabilt

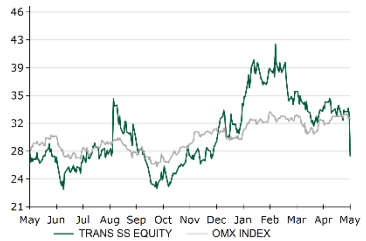
Omsättningen växte med 45% i Q1 men den organiska tillväxten bromsade in till 1%. Efterfrågan är fortsatt god men med en högre andel installation, framför allt i Norge, drabbades bolaget av en svår vinter under kvartalet – medan tillväxten i Sverige var 4% såg Norge c -19% organisk tillväxt i kvartalet. Med bättre väder i Norge borde detta vända i Q2. Däremot kommer vi i närtid se en viss negativ effekt av att vissa 5G-projekt har skjutits något på i framtiden. Detta är även det däremot en tajming-effekt – det totala antalet projekt kommande 1-2 åren har inte ändrats.

Norge pressar marginalen

Med den låga tillväxten i Norge kontraherade marginalen 70 punkter till 5,7% men viktigt att påpeka är att marginalen i Sverige är stabil/upp. En stor mängd åtgärder för att bibehålla lönsamheten har initierat. Utöver effekten från den låga aktiviteten i Norge finns det en fördröjning mellan prishöjningar från leverantörer och indexreglering i kundavtalen men även detta kommer reversera kommande kvartal. Målet om 7% EBITA-marginal är oförändrat.

Små förändringar på rörelseestimat

Vi ser svagheten i Q1 på omsättningen och EBITA som tillfälliga och tror att Transtema kommer återhämta en stor del av förlorad vinst och omsättning under 2023 och 2024. Detta gör att våra rörelseestimat är i stort oförändrade. Justeringarna på EPS beror på högre räntekostnad än väntat samt att vi justerar antalet aktier för kapitalinjektionen under kvartalet. Detta gör även att vi justerar vårt motiverade värde till 48-50 kr (52-54). Eftersom det nya antalet aktier redan var känt och eftersom vi bedömer att Transtema kommer kunna återhämta förlorad omsättning och vinst tycker vi att reaktionen på rapporten var en klar överreaktion.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	48 - 50 kr
Totala intäkter	-1,3%	0,6%	0,6%	Totala intäkter	2 457	3 109	3 301	3 400	Aktiekurs	27,4 kr
EBITDA, just.	-2,9%	-0,5%	-0,4%	Tillväxt	45%	27%	6%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-12,0%	-5,6%	-5,5%	EBITDA, just.	266	330	355	368	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, just.	163	201	219	228		
Q2 - rapport	10 augusti 2023			EPS, just.	3,4	3,3	3,9	4,1		
Q3 - rapport	02 november 2023			EPS-tillväxt, just.	58%	-2%	20%	4%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	9,9	12,7	16,7	20,8		
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Antal aktier	41m			EBIT-marginal	6,3%	6,3%	6,6%	6,7%		
Börsvärde	1 125			ROE, just.	41,4%	30,1%	26,8%	21,9%		
Nettoskuld	239			ROCE, just.	34,9%	33,3%	26,9%	23,2%		
EV	1 366			EV/Sales	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x		
Free float	65%			EV/EBITDA	5,3x	4,1x	3,9x	3,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	138k			EV/EBIT	8,6x	6,8x	6,2x	6,0x		
Bloomberg Ticker	TRANS SS EQUITY			P/E, just.	9,0x	8,3x	7,0x	6,7x		
Analytiker				P/EK	3,1x	2,2x	1,6x	1,3x		
				FCF yield	8%	23%	24%	25%		
Markus Almerud				Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,3x	-0,3x	-0,8x		
markus.almerud@penser.se										

Investment case

Tydlig strategi som till stor del är exekverad på: Transtema har låg kapitalbindning och hög lönsamhet och prioriterar tillväxt i närliggande produktområden och geografier. De ”gräver där de står”, vilket minskar risken i tillväxtstrategin. Inför bytet till börsens huvudlista hösten 2021 satte bolaget nya mål med en klar färdplan som sträckte sig till 2025. Efter knappt ett år har de redan exekverat cirka 70% av tillväxten. Lönsamheten samt snabb exekvering av den satta strategin är alla tecken på bolagets höga kvalitet.

Marknaden har förbisett Transtemas vinstutveckling: I kontrast till huvudkonkurrenten Eltel, vars vinst har sjunkit kraftigt, har Transtema ökat vinsten med 500% sedan september 2020. Trots detta har vi sett likartad kursutveckling – marknaden verkar helt förbise Transtemas vinstutveckling. En anledning kan vara Telias historiska dominans som kund. Med förvärvet av Tessta i mars 2022 sjönk dock Telias andel av försäljningen från över 70% till under 50% och vi tror denna andel kommer minska till åtminstone en tredjedel de kommande åren. Detta borde leda till en omvärdering av bolaget.

Enorm tillväxtpotential: Transtemas expansion sker i tre vertikaler – närliggande produktområden, nya kunder och geografiskt. Med förvärvet av Tessta gick de in i Norge samt blev en betydande kund hos Telenor. Detta skapade en möjlighet till fortsatt expansion i Norge samt hos Telenor som kund. Vi tror att det kommer mer av detta. Samtidigt har operatörerna accelererat sin outsourcing för att synliggöra värden och tillåta fokus på nya intäktströmmar. Detta betyder att de behöver sina partners i allt högre grad, samtidigt som det skapas nya möjligheter för tillväxt för bolag såsom Transtema.

Hållbar verksamhet kommer leda till högre marknadsandelar: Säkert och hållbart börjar idag bli skall-krav vid upphandlingar och med ökade krav tror vi Transtema kan vinna marknadsandelar. Bolaget har tydliga och mätbara mål samt handlingsplaner för varje område. Hållbarhetsarbetet är kopplat till FN:s Agenda 2030, de globala målen samt FN:s Global Compact. CO₂-utsläppen ska vara noll 2030 inom Scope 1 och 2 medan indirekta utsläpp (Scope 3) ska minska med 50%.

Bolagsbeskrivning

Transtema, som grundades 1997, är idag ett av Sveriges ledande företag när det gäller att bygga, underhålla och sköta driften av olika typer av kommunikationsnät – mobila nät, fiber och koppar.

Målgruppen är teleoperatörer, stadsnät, kraftbolag, myndigheter och större företag. Med sina multitekniker kan Transtema verka brett över flera teknologier, från nedmontering av de gamla 3G-näten samt service och uppgradering av de befintliga näten, till nyinstallation av 5G-nät och IoT-infrastruktur (Internet of Things).

Värdering

Vi värderar Transtema med ett genomsnitt av ett antal målmultiplar. Vi har valt att applicera våra multiplar på 2023 års vinst och har sedan nuvärdesberäknat dessa. Vi använder ett genomsnitt mellan P/E, EV/EBITA och EV/EBITDA.

Motiverat värde

SEK 48-50

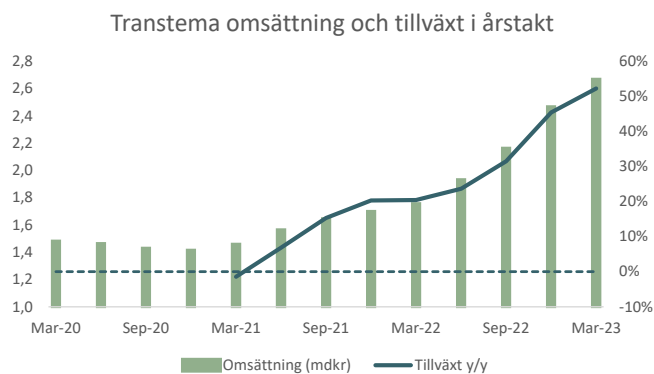
Kvartalet i korthet

Efter förvärven av Tessta och UBConnect är andelen installation högre än tidigare och i synnerhet i Norge. Detta ledde under kvartalet till en oproportionerlig påverkan av väder då vintern i Norge var kall med mycket snö vilket omöjliggjorde installation. Detta gjorde att den försäljningstillväxten i Norge var c -19% i Q1. Samtidigt var den organiska tillväxten i Sverige stabil på c 4% vilket ledde till c 1% organisk tillväxt för koncernen.

Med mildare väder i Norge och en stabil verksamhet antar vi att en stor del av den omsättning som tappades i Q1 kommer återtas under året. Vi har också sett en del 5G-projekt flyttas från 2023 till 2024 vilket kommer påverka kommande kvartal men vilket kommer kompenseras för under 2024. Antalet projekt som ska slutföras är oförändrat.

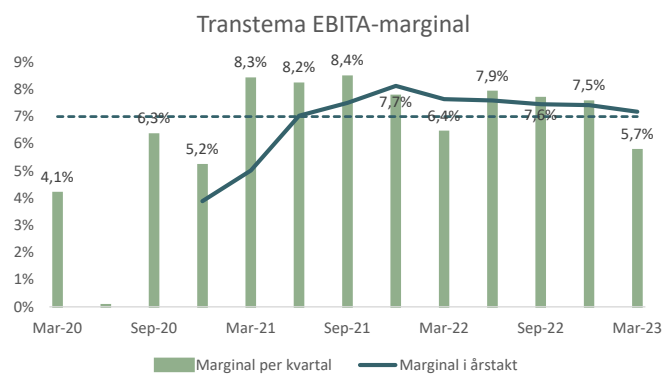
Den låga försäljningen i Norge pressade marginalen vilken kontraherade 70 punkter till 5,7%. Marginalen i Sverige är stabil vilket gör oss anta att marginalen kommer tillbaka när den norska försäljningen återhämtar sig. Dessutom finns det en fördröjning mellan prishöjningar från leverantörer och indexreglering i kundavtalen men även detta kommer reversera kommande kvartal. Målet om 7% EBITA-marginal är oförändrat.

Diagram 1: Tillväxten är fortsatt hög...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...medan marginalen pressas tillfälligt av Norge



Källa: Bolaget, EPB

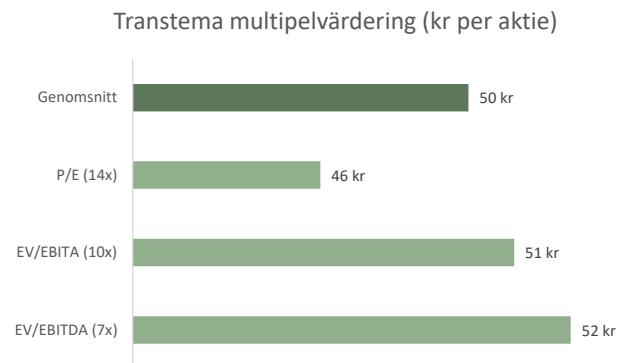
Värdering

Transtema-aktien har varit mycket stark sedan vår initiering i november, men gapet mellan vinst och aktiekurs är fortsatt stort (Diagram 3). Vi värderar Transtema med målmultiplar som vi applicerar på 2023 års vinst. Vi når ett genomsnittligt värde på 50 kronor per aktie (Diagram 4). Vår DCF visar ett värde på 58 kr per aktie (Tabell 1-2).

Diagram 3: Diskrepansen mellan vinst och aktiekurs är fortsatt hög



Diagram 4: Vi når ett genomsnittligt värde på 53 kr



Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 816	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	808	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	2 624	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	239	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	0,7%
Eget kapital	2 385			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	41				
Eget kapital per aktie	58				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
WACC	10,0%	67	70	72	76	79	WACC	10,0%	61	67	72	78	84
	11,0%	61	62	64	67	69		11,0%	55	60	64	69	74
	12,0%	55	56	58	60	62		12,0%	50	54	58	62	66
	13,0%	50	52	53	54	56		13,0%	46	50	53	56	59
	14,0%	47	48	48	50	51		14,0%	43	46	48	51	54

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 109	3 301	3 400
Totala intäkter	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 109	3 301	3 400
Bruttoresultat	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 109	3 301	3 400
Övriga rörelsekostnader	-798	-1 361	-1 275	-1 495	-2 192	-2 780	-2 946	-3 032
EBITDA	70	137	130	202	258	323	355	368
Jämförelsestörande poster	0	0	0	8	-8	-7	0	0
EBITDA, justerad	70	137	130	195	266	330	355	368
Avskrivningar	-30	-92	-75	-65	-83	-104	-111	-114
EBITA, justerad	41	45	55	130	182	225	245	255
Amortering	-9	-16	-26	-13	-20	-24	-25	-26
EBIT	32	29	29	124	155	195	219	228
EBIT, justerad	32	29	29	117	163	201	219	228
Finansnetto	-3	-12	-10	-9	-4	-25	-13	-13
Resultat före skatt	28	17	19	115	150	170	206	215
Resultat före skatt, justerad	28	17	19	107	158	177	206	215
Total skatt	8	14	10	-24	-25	-39	-43	-45
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	36	30	29	90	125	130	161	169
Nettoresultat, justerad	36	30	29	82	133	137	161	169
Intäkstillväxt	-	72%	-6%	20%	45%	27%	6%	3%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	6,5%	6,6%	6,7%
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	3,28	3,92	4,10
EPS-tillväxt, justerad	-	-26%	-25%	>100%	58%	-2%	20%	4%

Källa: Transtema, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	32	29	29	124	155	195	219	228
Övriga kassaflödesposter	39	107	95	74	56	66	81	83
Förändringar i rörelsekapital	-	-	37	12	-102	26	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	70	137	161	211	109	286	299	311
Investeringar i anläggningstillgångar	-	-	-4	-14	-10	-26	-28	-29
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-	-	-4	-14	-10	-26	-28	-29
Fritt kassaflöde	70	137	157	197	100	260	271	282
Förvärv och avyttringar	-	-	19	0	-199	-52	0	0
Nyemission / återköp	-	-	53	1	2	0	0	0
Förändring av skulder	-	-	-122	-29	83	-101	0	0
Övriga poster	-	-	-61	-55	-70	-78	-83	-85
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-	-	-110	-84	-184	-230	-83	-85
Kassaflöde	70	137	47	113	-85	30	188	197
Nettoskuld	283	235	130	-5	223	93	-96	-292

Källa: Transtema, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	124	93	76	77	200	236	236	236
Övriga immateriella tillgångar	131	87	65	52	400	391	366	340
Materiella anläggningstillgångar	219	36	28	34	44	44	44	44
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	243	219	188	249	249	249	249
Summa anläggningstillgångar	478	459	388	351	893	921	895	869
Varulager	19	17	17	18	18	34	36	37
Kundfordringar	199	163	149	145	367	218	231	238
Övriga omsättningstillgångar	416	220	140	168	230	322	341	352
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	19	65	178	93	123	311	508
Summa omsättningstillgångar	656	419	371	509	709	696	920	1 135
SUMMA TILLGÅNGAR	1 133	878	758	860	1 603	1 617	1 815	2 004
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	323	104	160	250	388	519	682	852
Minoritetsintressen	0	1	1	1	1	2	4	5
Summa eget kapital	323	104	160	251	389	521	685	857
Långfristiga räntebärande skulder	31	47	19	25	101	0	0	0
Långfristiga leasingskulder	93	66	80	78	119	119	119	119
Övriga långfristiga skulder	0	81	51	43	310	310	310	310
Summa långfristiga skulder	124	194	150	146	529	429	429	429
Kortfristiga räntebärande skulder	125	83	49	14	26	26	26	26
Leverantörsskulder	250	166	111	120	297	249	264	272
Kortfristiga leasingskulder	55	58	48	55	71	71	71	71
Övriga kortfristiga skulder	256	273	240	273	291	322	340	350
Summa kortfristiga skulder	686	580	448	462	684	667	701	719
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 133	878	758	860	1 603	1 617	1 815	2 004

Källa: Transtema, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	72%	-6%	20%	45%	27%	6%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	94%	-5%	50%	36%	24%	8%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-8%	-1%	>100%	39%	24%	9%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	-26%	-25%	>100%	58%	-2%	20%	4%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	8,1%	9,1%	9,2%	12,0%	10,5%	10,4%	10,8%	10,8%
EBITDA-marginal, justerad	8,1%	9,1%	9,2%	11,5%	10,8%	10,6%	10,8%	10,8%
EBIT-marginal	3,7%	1,9%	2,1%	7,4%	6,3%	6,3%	6,6%	6,7%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	6,5%	6,6%	6,7%
Vinst-marginal, justerad	4,2%	2,0%	2,1%	4,9%	5,4%	4,4%	4,9%	5,0%

Källa: Transtema, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	14%	22%	40%	41%	30%	27%	22%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	30%	35%	33%	27%	23%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	44%	38%	33%	36%	40%

Källa: Transtema, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	11%	11%	9%	15%	7%	7%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	43%	35%	31%	31%	24%	24%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	-3%	-3%	-4%	1%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	4,2x	4,0x	4,0x	3,5x	4,2x	3,7x	3,2x

Källa: Transtema, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	283	235	130	-5	223	93	-96	-292
Soliditet	29%	12%	21%	29%	24%	32%	38%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	2,2x	0,8x	0,0x	0,6x	0,2x	-0,1x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	4,0x	1,7x	1,0x	0,0x	0,9x	0,3x	-0,3x	-0,8x

Källa: Transtema, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,50	1,11	0,83	2,32	3,16	3,12	3,92	4,10
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	3,28	3,92	4,10
FCF per aktie	2,91	4,99	4,40	5,06	2,52	6,22	6,58	6,85
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	11,6	3,81	4,17	6,46	9,85	12,7	16,7	20,8
Antal aktier vid årets slut, m	27,9	27,4	38,3	38,9	39,5	41,1	41,1	41,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	27,4	35,6	38,9	39,5	41,8	41,1	41,1

Källa: Transtema, EPB

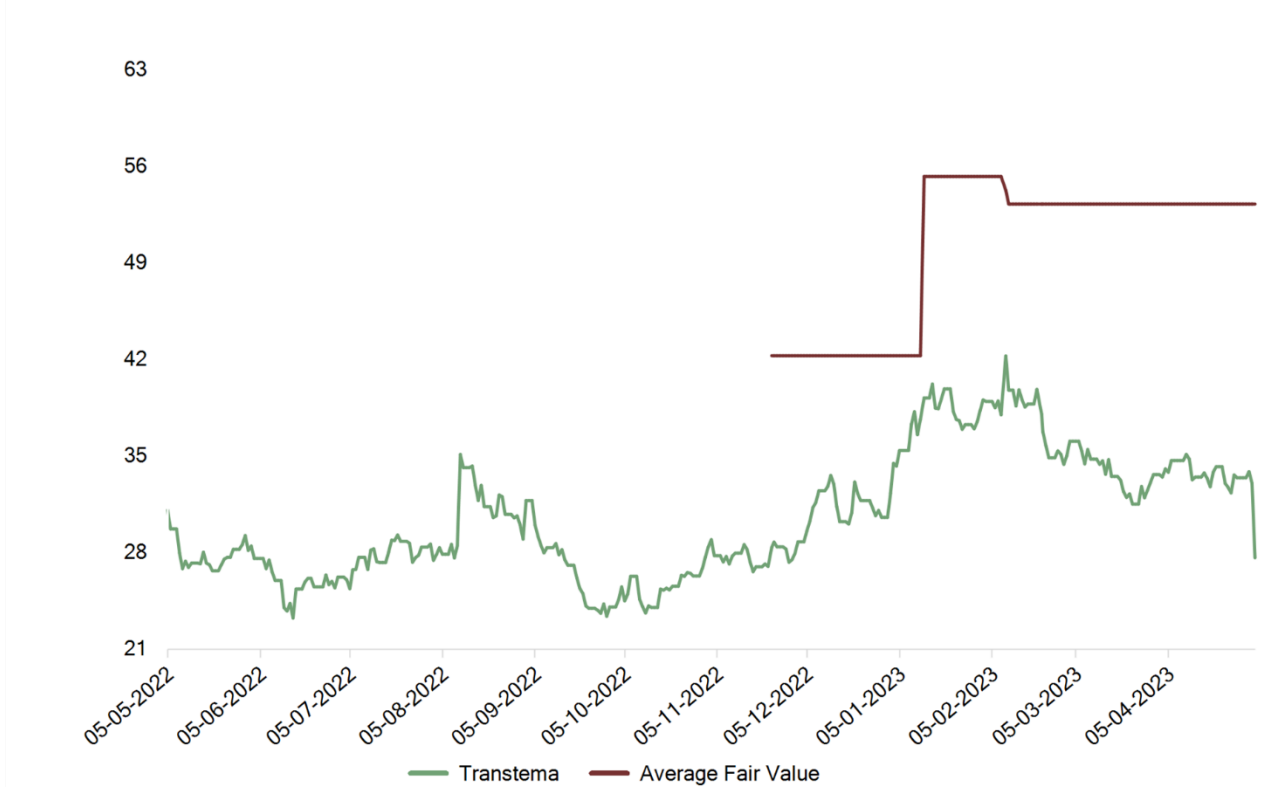
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	9,5x	5,7x	13,2x	22,4x	9,0x	8,3x	7,0x	6,7x
P/EK	1,2x	1,7x	2,6x	7,4x	3,1x	2,2x	1,6x	1,3x
P/FCF	4,9x	1,3x	2,5x	9,4x	12,0x	4,4x	4,2x	4,0x
FCF-yield	20%	79%	40%	11%	8%	23%	24%	25%
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	0,8x	0,3x	0,4x	1,1x	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	9,6x	3,0x	4,2x	9,3x	5,3x	4,1x	3,9x	3,7x
EV/EBIT, justerad	21,2x	14,0x	19,1x	15,6x	8,6x	6,8x	6,2x	6,0x
EV	672	408	551	1 818	1 402	1 366	1 368	1 369
Aktiekurs	14,2	6,3	11,0	47,5	30,3	27,4	27,4	27,4

Källa: Transtema, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Transtema (TRANS 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