



# Sensys Gatso Group

## Acceleration av tillväxten i orderingång, försäljning och resultat

### Starkt resultat på alla fronter

Sensys Gatso levererade en stark rapport på alla fronter. Orderingången växte med 174% drivet av USA, Mellanöstern och Holland. Omsättningen ökade med 65% drivet av en hög systemförsäljning där leveranser mot ett stort kontrakt i Mellanöstern återupptogs. EBITDA på 19,2 mkr förbättrades från Q3'22 (6,4mkr) och var oförändrat q/q, i det normalt säsongsmässigt svaga tredje kvartalet. Kassaflödet var negativt då bolaget har investerat i nya plattformar och utrustning samt byggt upp rörelsekapital för att hantera den kraftiga orderingången på senare tid. Härifrån bör kassaflödet förbättras i takt med att utleveranserna ökar och anpassningsinvesteringarna normaliseras.

### Förberedelsefasen går mot sitt slut och goda förutsättningar för återkommande intäkter

Bolaget har varit inne i en tung investeringsfas, som nu går mot sitt slut. Den första prototypen har levererats till Trafikverket, och serieleveranser ligger nu några månader bort. Samtidigt ökar efterfrågan på TRaaS-tjänster i USA där federala program stödjer fartkontroller framför allt runt skolor. Även i vissa delstater som Florida börjar nu fartkontroll bli alltmer politiskt gångbart. På utvecklingsmarknader finns en stor öppenhet för TRaaS-modellen, samtidigt som tidigare utrustningsleveranser till Mellanöstern ökar potentialen för återkommande serviceintäkter.

### Oförändrade prognoser och motiverat värde

Rapporten var i linje med vårt scenario för helåret 2023. Vi lämnar därmed våra prognoser och motiverat värde oförändrade. Givet den starka orderingången på senare tid ser potentialen för stark vinsttillväxt betydande ut, vilket talar för att bolaget kommer att kunna nå sin långsiktiga målsättning om 1 mdkr i försäljning och en EBITDA-marginal på minst 15% 2025. Resultatet har varit svagt under en period på grund av kostnader för anpassningar och investeringar i programvara och personal. 2023e, som därmed får ses som ett mellanår, är snart historia och aktien handlas enligt våra prognoser på attraktiva multiplar. Hållbarhetsaspekten enligt FN:s mål är betydande och indikatorer som 12M rullande EBITDA vänder nu upp efter en period av svaghet.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	90,0 - 95,0 SEK	
Totala intäkter	0,3%	0,0%	0,0%	495	588	845	1 006	Aktiekurs	70,5 SEK	
EBIT, just.	-0,8%	0,0%	0,0%	Tillväxt	-2%	19%	44%	19%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	2,5%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	73	78	139	166	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	31	32	95	114			
Q4 - rapport	22 februari 2024		EPS, just.	1,7	2,1	6,2	7,6			
Q1 - rapport	26 april 2024		EPS-tillväxt, just.	-43%	21%	>100%	24%			
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>			EK/aktie	54,4	56,5	62,6	70,3			
Antal aktier	12m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	812		EBIT-marginal, just.	6,2%	5,4%	11,3%	11,3%			
Nettoskuld	94		ROE, just.	3,4%	3,8%	10,3%	11,5%			
EV	907		ROCE, just.	4,5%	4,5%	12,5%	13,5%			
Free float	82%		EV/Sales	1,8x	1,5x	1,1x	0,9x			
Daglig handelsvolym, snitt	8k		EV/EBITDA	12,2x	11,7x	6,5x	5,5x			
Bloomberg Ticker	SENS SS EQUITY		EV/EBIT	29,0x	28,3x	9,5x	8,0x			
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	45,9x	33,4x	11,4x	9,3x	<b>Intressekonflikter</b>		
Örjan Rödén			P/EK	1,5x	1,2x	1,1x	1,0x		Yes	No
orjan.rodén@penser.se			FCF yield	9%	-4%	9%	11%	Likviditetsgarant		✓
			Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	0,1x	-0,5x	-0,9x	Certified adviser		✓
							Transaktioner 12m		✓	

## Investment case

### Högre andel återkommande intäkter

Sensys Gatso satsar på en ökad andel återkommande intäkter från TRaaS (traffic enforcement as a service), vilket innebär mer stabilitet i intäkterna. Bolagets mål är att TRaaS ska utgöra över 60 % av omsättningen år 2025. Vi bedömer att bolagets mål kommer uppfyllas, och att den årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20 % de närmaste fem åren.

### TraaS - en framtida intäktskälla för den offentliga sektorn

TraaS innebär ökade intäkter för offentliga verksamheter. Detta utan att de behöver satsa kapital eller ta på sig löpande kostnader för drift. Sensys Gatso tar på sig hela drifts- och investeringsansvaret och delar intäkterna med kunden. Därmed kommer TraaS att stötta en högre mängd offentliga utgifter hos kunden, samtidigt som kostnader för trafikskador och mortalitet minskar.

### Ökad geografisk närvaro

Sensys växer med en bred geografisk bredd, bland annat i både Nord- och Sydamerika, samt Mellanöstern. Behovet av trafikövervakning på dessa marknader är utbrett. Samtidigt finns en stor öppenhet för TRaaS-modellen jämfört med t ex Skandinavien. Detta möjliggör en högre andel TRaaS-intäkter över tid. Framför allt är potentialen i USA väsentlig.

### Högt teknikinnehåll bidrar till högre värdeskapande

På ytan framstår Sensys Gatso som ett bolag med lågt teknikinnehåll; trafikkameror är per definition ingen avancerad teknik. Under ytan växer dock teknikinnehållet då kringtjänster runt själva övervakningen ökar. Detta borgar för högre lönsamhet och jämnare försäljning i framtiden.

### Fokus på trafiksäkerhet, bättre miljö och lägre energiförbrukning skapar goda förutsättningar för tillväxt

Samhällets strävan efter en mer hållbar utveckling skapar goda förutsättningar för framtida efterfrågan. De starkaste drivkrafterna är fokus på bättre trafiksäkerhet, som räddar liv och minskar skador, och som förutom minskat lidande sparar stora samhällsresurser. Förutom till det nyss sagda leder även lägre hastigheter, som är resultatet av trafikövervakning, till lägre utsläpp, vilket är positivt för miljö och hälsa, samt till lägre energiförbrukning.

## Bolagsprofil

Sensys Gatso är en sammanslagning från 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Bolaget säljer produkter och tjänster inom trafiksäkerhet till olika offentliga aktörer. Exempel på produkter är hastighetskameror och trafikljus. Sensys Gatso har även utvecklat mjukvara som gör att hela processen för bötfällning vid trafiköverträdelser kan automatiseras. Ett vanligt exempel är en fartkamera som fotograferar en fortkörare, ägaren identifieras med hjälp av Sensys Gatsos mjukvara och systemet skickar sedan ut böter till denne. Sensys Gatso kan även hantera den ekonomiska delen av bötesprocessen.

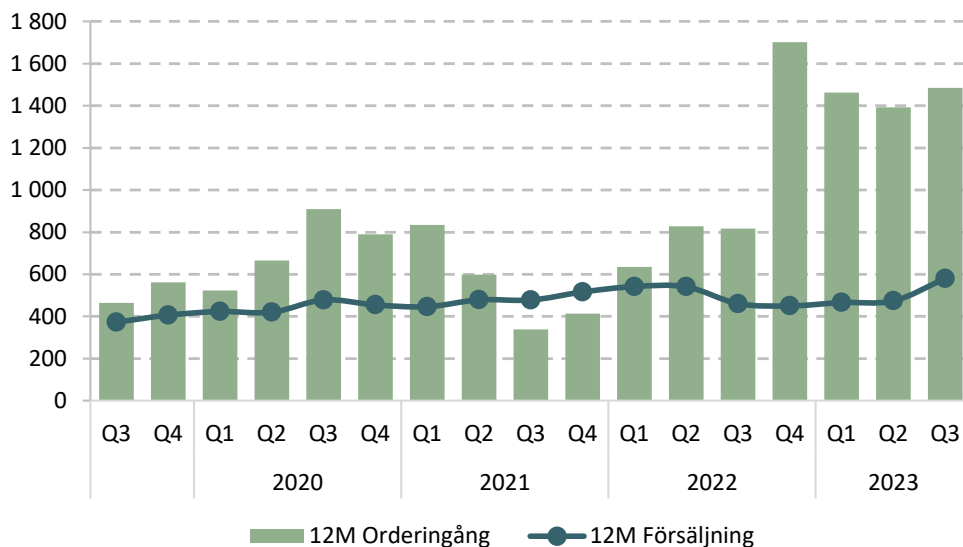
## Värdering

Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF-modell med en WACC på 14%, en uthållig rörelsemarginal på 13% och en långsiktig tillväxt på 3%. Detta ger ett DCF-värde 93 kr/aktie. Vi bedömer att bolaget kommer att nå sin målsättning för 2025 samt fortsätta växa därefter. En högre andel intäkter från mjukvara i allmänhet och TRaaS i synnerhet borgar för långsiktigt högre marginaler relativt historiken.

## Kvartalet i korthet

Sensys Gatso levererade en stark rapport på alla fronter. Orderingen växte med 174% drivet av USA, Mellanöstern och Holland. Omsättningen ökade med 65% drivet av en hög systemförsäljning där leveranser mot ett stort kontrakt i Mellanöstern återupptogs.

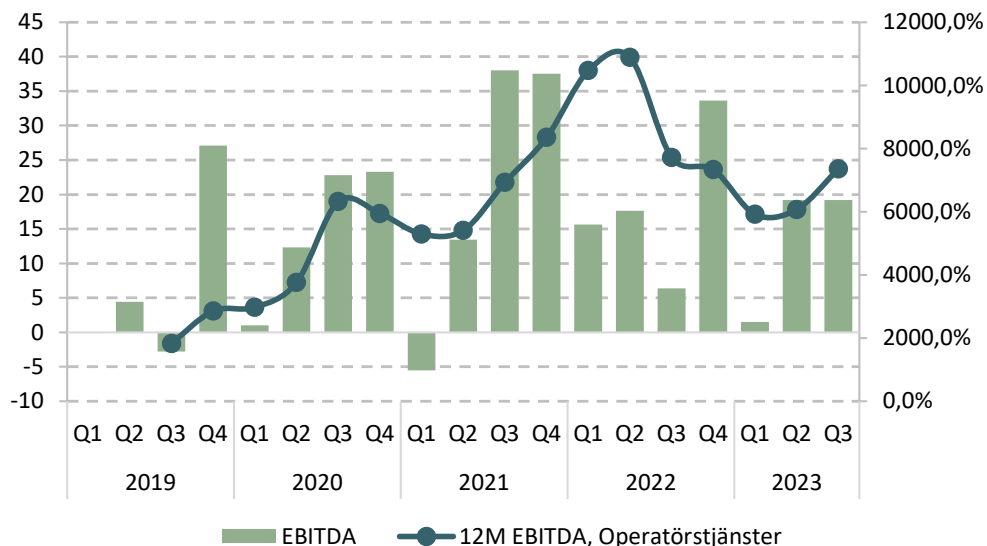
### 12M ordergång och försäljning



Källa: Bolaget, EPB

EBITDA på 19,2 mkr förbättrades från Q3'22 (6,4mkr) och var oförändrat q/q, i det normalt säsongsmässigt svaga tredje kvartalet.

### EBITDA, kvartalsvis och 12M



Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödet var negativt då bolaget har investerat i nya plattformar och utrustning samt byggt upp rörelsekapital för att hantera den kraftiga orderingen på senare tid. Härifrån bör kassaflödet förbättras i takt med att utleveranserna ökar och anpassningsinvesteringarna normaliseras.

## Värdering

### DCF, sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	659	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	501	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 161</b>	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	6,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	94	Extra risk-premie	2,0%	Capex, % av omsättning	6,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 067</b>			Skattesats	20%
Antal utstående aktier, full utspädning	12				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>93</b>				

Källa: Bolaget, EPB

### DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%			8,0%	10,5%	13,0%	15,5%	18,0%
	13,0%	95	99	104	110	117		13,0%	58	81	104	127	150
	13,5%	90	94	98	103	109		13,5%	55	76	98	120	142
<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	86	89	93	97	102	<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	52	72	93	113	134
	14,5%	82	84	88	91	96		14,5%	49	68	88	107	126
	15,0%	78	80	83	86	90		15,0%	46	65	83	101	120

Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	406	455	507	495	588	845	1 006
<b>Totala intäkter</b>	406	455	507	495	588	845	1 006
Kostnad sålda varor	-208	-244	-274	-270	-325	-448	-533
<b>Bruttoresultat</b>	198	210	233	225	263	397	473
Övriga rörelsekostnader	-169	-151	-150	-152	-185	-258	-307
<b>EBITDA</b>	29	59	84	73	78	139	166
<b>EBITDA, justerad</b>	29	59	84	73	78	139	166
Avskrivningar	-53	-49	-38	-43	-46	-44	-52
<b>EBITA, justerad</b>	-24	11	46	31	32	95	114
<b>EBIT</b>	-24	11	46	31	32	95	114
<b>EBIT, justerad</b>	-24	11	46	31	32	95	114
Finansnetto	-3	-8	1	2	-5	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-28	2	47	33	27	95	114
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-28	2	47	33	27	95	114
Total skatt	12	1	-12	-13	-3	-24	-26
<b>Nettoresultat</b>	-15	4	35	20	24	71	88
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-15	4	35	20	24	71	88
Intäktstillväxt	-	12%	11%	-2%	19%	44%	19%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	44,7%	47,0%	47,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,4%	11,3%	11,3%
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,11	6,16	7,61
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	21%	>100%	24%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	11	46	31	32	95	114
Övriga kassaflödesposter	56	47	24	30	37	14	12
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-61	64	-69	2	-3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-4	15	9	126	0	111	123
Investeringar i anläggningstillgångar	-41	-19	-24	-19	46	-5	-7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-14	-18	-26	-80	-30	-30
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-45	-33	-42	-45	-34	-35	-37
<b>Fritt kassaflöde</b>	-49	-18	-33	81	-34	76	86
Nyemission / återköp	0	71	0	0	0	0	0
Övriga poster	24	2	-4	-55	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	24	73	-4	-55	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	-25	55	-36	25	-34	76	86
<b>Nettoskuld</b>	77	10	44	-24	10	-66	-152

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	257	242	251	277	277	277	277
Övriga immateriella tillgångar	53	47	57	69	127	135	139
Materiella anläggningstillgångar	101	86	92	105	36	19	0
Övriga anläggningstillgångar	45	40	36	40	41	47	61
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>457</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>491</b>	<b>481</b>	<b>478</b>	<b>477</b>
Varulager	87	127	97	85	129	144	171
Kundfordringar	75	68	141	67	118	118	141
Övriga omsättningstillgångar	35	47	51	85	71	76	91
Likvida medel och kortfristiga placeringar	52	108	72	100	65	142	228
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>361</b>	<b>337</b>	<b>383</b>	<b>479</b>	<b>630</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>864</b>	<b>957</b>	<b>1 107</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	450	517	561	626	650	721	809
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>449</b>	<b>515</b>	<b>562</b>	<b>626</b>	<b>651</b>	<b>722</b>	<b>809</b>
Långfristiga räntebärande skulder	39	37	44	44	44	44	44
Långfristiga leasingkulder	23	19	14	12	12	12	12
Övriga långfristiga skulder	14	9	7	19	19	19	19
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	57	53	50	9	9	9	9
Leverantörsskulder	47	62	37	20	25	29	42
Kortfristiga leasingkulder	10	9	9	10	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	66	63	75	87	94	112	160
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>170</b>	<b>127</b>	<b>138</b>	<b>160</b>	<b>222</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>828</b>	<b>864</b>	<b>957</b>	<b>1 107</b>

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	12%	11%	-2%	19%	44%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	40%	-12%	6%	80%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-33%	4%	>100%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	21%	>100%	24%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	44,7%	47,0%	47,0%
EBITDA-marginal	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	13,2%	16,5%	16,5%
EBITDA-marginal, justerad	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	13,2%	16,5%	16,5%
EBIT-marginal	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,4%	11,3%	11,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	5,4%	11,3%	11,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,9%	6,9%	4,0%	4,1%	8,4%	8,7%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	4%	10%	11%
ROCE, justerad	Neg.	2%	7%	4%	4%	13%	14%
ROIC, justerad	Neg.	2%	8%	5%	5%	14%	17%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	28%	19%	17%	22%	17%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	19%	15%	28%	14%	20%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	23%	26%	14%	8%	8%	7%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	48%	47%	40%	30%	27%	23%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	26%	35%	26%	34%	23%	20%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	77	10	44	-24	10	-66	-152
Soliditet	64%	67%	70%	76%	75%	75%	73%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,7x	0,2x	0,5x	-0,3x	0,1x	-0,5x	-0,9x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,11	6,16	7,61
EPS, justerad	-1,41	0,36	3,04	1,74	2,11	6,16	7,61
FCF per aktie	-4,53	-1,60	-2,85	6,99	-2,98	6,61	7,47
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	41,8	46,8	48,8	54,4	56,5	62,6	70,3
Antal aktier vid årets slut, m	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,8	11,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

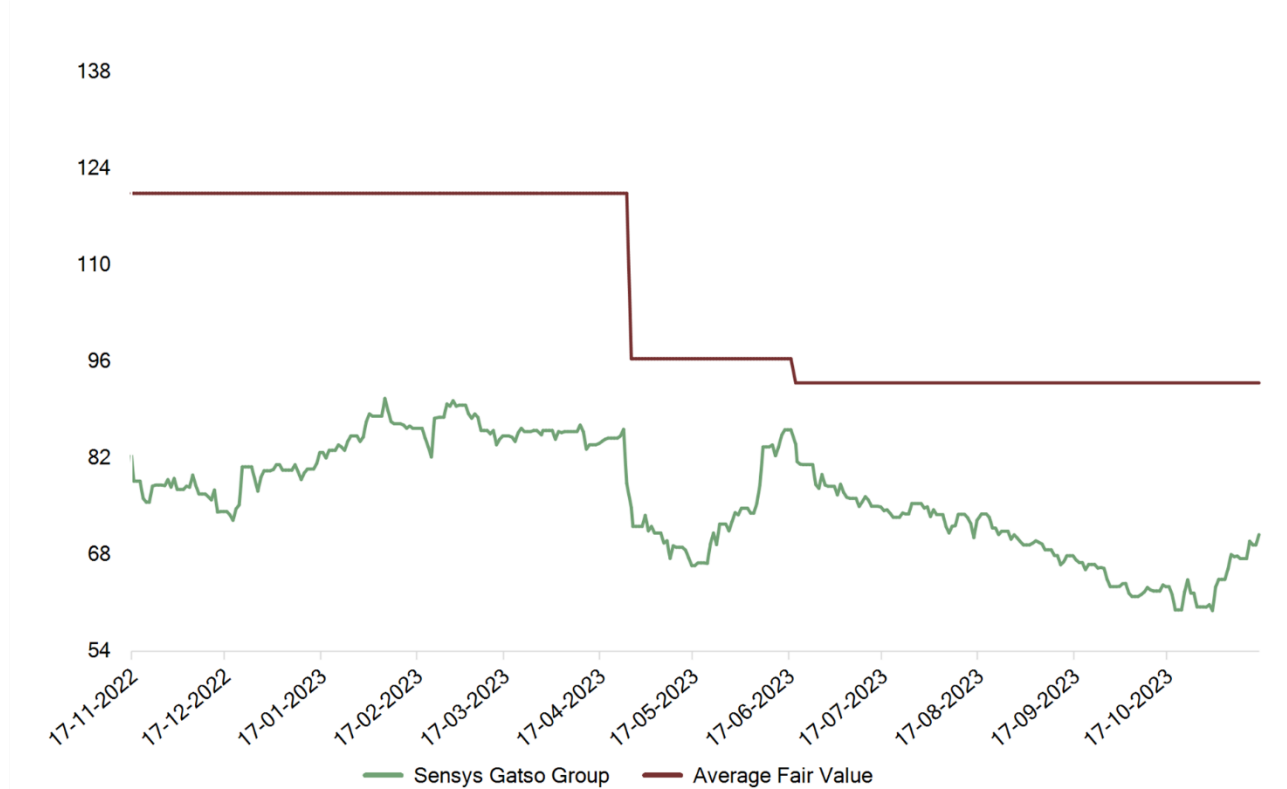
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	372,3x	25,2x	45,9x	33,4x	11,4x	9,3x
P/EK	2,6x	2,9x	1,6x	1,5x	1,2x	1,1x	1,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	11,4x	Neg.	10,7x	9,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	9%	Neg.	9%	11%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	3,1x	3,3x	1,8x	1,8x	1,5x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	43,6x	24,9x	11,1x	12,2x	11,7x	6,5x	5,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	136,7x	20,2x	29,0x	28,3x	9,5x	8,0x
EV	1 245	1 480	925	895	907	907	907
Aktiekurs	109	134	76,5	79,8	70,5	70,5	70,5

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Sensys Gatso Group (SENS 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](http://www.penser.se)