



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 26 april 2023

Sensys Gatso Group

Högre i kostnader för att klara tillväxt och vinterväder tynger i närtid

Q1 tyngdes av kostnader för att hantera kommande tillväxt och dåligt väder i US

Ökade konsultkostnader för att klara kommande försäljningstillväxt från redan tagna ordrar (ex. Trafikverket 850 mkr) och högre tillväxt i operatörstjänster i US i allmänhet, tyngde resultatet. Bolaget har även drabbats av den hårda vintern i US, vilket minskade trafiken och därmed intäkterna. Försäljningen på 113 mkr var oförändrad från Q1'22, vilket är bra givet den starka försäljningen i Q4'22 och påverkan från vädret. Återkommande Operatörstjänster utgjorde hela 76% av försäljningen, klart högre än bolagets långsiktiga målsättning (60%). EBITDA tyngdes även av de högre kostnaderna och landade på 1 mkr (16 mkr i Q1'22). EBIT uppgick till -9 mkr (+6 mkr i Q1'22).

Lägre prognoser i 2023 och högre riskpremie sänker motiverat värde

Vi justerar våra prognoser för 2023e på grund av väderproblematiken och den temporärt högre kostnadsmassan. Enligt bolaget kommer investeringarna i plattformen, framför allt FLUX programvaran, att öka flexibiliteten och minska anpassningskostnaderna framöver. Vi bedömer därmed att effekten är begränsad i tid. Däremot anser vi att en högre riskpremie är motiverad tills bolaget är igenom den nuvarande investeringsperioden. Vi höjer därför avkastningskravet till 14% (12%). Baserat på detta avkastningskrav sänker vi vårt motiverade värde till 1,15-1,25 kr (1,45-1,55), med ambitionen att återställa avkastningskravet när investeringarna börjar ge avkastning.

Vår långsiktiga syn är intakt – transformationsresan fortsätter

Vi bibehåller vår långsiktiga syn att Sensys Gatso är inne i en transformationsresa mot ett högteknologiskt bolag med en stor del stabila och återkommande intäkter. Den starka balansräkningen ger utrymme för den typ av investeringar som bolaget genomför för närvarande. Efterfrågan på trafikövervakningen ökar stadigt, och är en viktig komponent för att skapa ett hållbart samhälle. När bolaget sin finansiella målsättning (försäljning > 1 mdkr och EBITDA-marginal på >15% 2025) är aktien lågt värderad.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1.2 - 1.3 kr												
Totala intäkter	-3,8%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	495	690	941	1 086	Aktiekurs	1,0 kr												
EBIT, just.	-51,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	-2%	39%	36%	15%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-51,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	73	76	150	174	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	31	33	106	122														
Q2 - rapport	17 augusti 2023			EPS, just.	0,0	0,0	0,1	0,1	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Q3 - rapport	16 november 2023			EPS-tillväxt, just.	-43%	21%	>100%	19%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	0,7	0,7	0,8	0,9														
Antal aktier	922m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	898			EBIT-marginal, just.	6,2%	4,8%	11,3%	11,2%														
Nettoskuld	11			ROE, just.	3,4%	3,8%	11,4%	12,1%														
EV	909			ROCE, just.	4,5%	4,6%	13,9%	14,3%														
Free float	82%			EV/Sales	1,8x	1,3x	1,0x	0,8x														
Daglig handelsvolym, snitt	1 134k			EV/EBITDA	12,2x	12,0x	6,1x	5,2x														
Bloomberg Ticker	SENS SS EQUITY			EV/EBIT	29,0x	27,7x	8,6x	7,5x														
Analytiker				P/E, just.	45,9x	37,2x	11,4x	9,6x														
Örjan Rödén				P/EK	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x														
orjan.roden@penser.se				FCF yield	9%	1%	3%	12%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,9x														

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 estimerar att bolagets mål kommer uppfyllas, och att den årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20 % de närmaste 5 åren.

TRaaS - en framtida intäktskälla för 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, som förutom minskat lidande sparar stora samhällsresurser. Lägre hastigheter, som är resultatet av trafikövervakning leder, förutom till det nyss sagda, till lägre utsläpp som 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

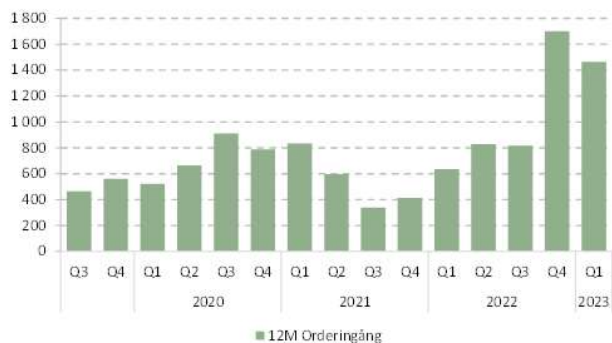
Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF-modell med en WACC på 14%, en uthållig rörelsemarginal på 13% och en långsiktig tillväxt på 3%. Detta ger ett DCF-värde 1,2 kr/aktie. Vi bedömer att bolaget kommer att nå sin målsättning per 2025 samt fortsätta växa därefter. En högre andel intäkter från mjukvara i allmänhet och TRaaS i synnerhet borgar för långsiktigt högre marginaler relativt historiken.

Kvartalet i detalj

Sensys Gatso rapporterade en relativt svag Q1'23. Ökade konsultkostnader för att klara kommande försäljningstillväxt från redan tagna ordrar (ex. Trafikverket 850 mkr) och högre tillväxt i operatörstjänster i US i allmänhet, tyngde resultatet. Bolaget har även drabbats av den hårda vintern i US, vilket minskade trafiken, och därmed intäkterna. Försäljningen på 113 mkr var oförändrad från Q1'22, vilket är bra givet den starka försäljningen i Q4'22 (161 mkr) och påverkan från vädret. Återkommande operatörstjänster utgjorde hela 76% av försäljningen, klart högre än bolagets långsiktiga målsättning (60%). EBITDA tyngdes även av de högre kostnaderna och landade på 1 mkr (16 mkr i Q1'22). EBIT uppgick till -9 mkr (+6 mkr i Q1'22).

Orderingången ökade med 7% till 90 mkr. På rullande 12-månader uppgår orderingången till 1463 mkr. Orderingången är exklusive den holländska tilldelningen som vanns under Q1'22, då detta inte har konverterats till fasta ordrar än.

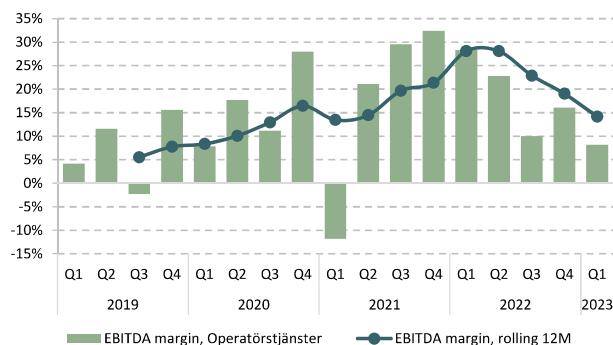
Orderingång, rullande 12 månader



Källa: Bolaget, EPB

EBITDA marginalen i operatörstjänster har varit svag under en längre tid då bolaget har investerat i mjukvara och försäljningsaktiviteter. Vår bedömning är att bolaget alltmer närmar sig en vändpunkt i marginalen, vilket bör minska en del av den riskpremie som marknaden åsätter aktien idag.

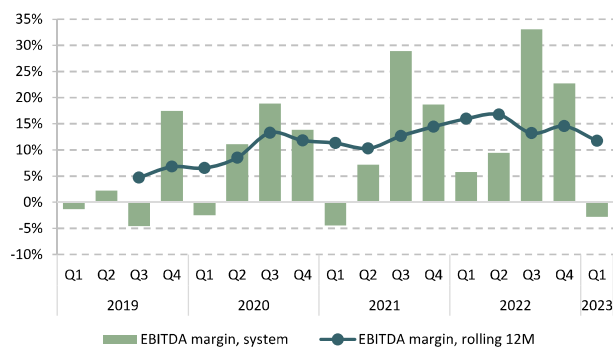
EBITDA-marginal, Operatörstjänster



Källa: Bolaget, EPB

EBITDA-marginalen i System var relativt svag, men förklaras dels av den ryckighet som präglar verksamheten, och det faktum att den stora ordern från Trafikverket inte har börjat vinstavräknas än. Det är även ett tydligt säsongsmönster med svaga resultat under det första kvartalet.

EBITDA-marginal, System



Källa: Bolaget, EPB

Prognoser och värdering

Vi sänker våra prognoser på grund av Q1'23 och det faktum att investeringar i plattformen kommer att fortsätta under året.

Prognosförändringar

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-4%	0%	0%
EBIT, just.	-51%	0%	0%
EPS, just.	-51%	0%	0%

Källa: EPB

Givet den osäkerhet som den nuvarande situationen med höga investeringar skapar, höjer vi vårt avkastningskrav från 12% till 14%. Övriga parametrar i vår DCF-kalkyl är oförändrade. Vårt nya DCF-värde uppgår till 1,2 kr, vilket ger ett nytt motiverat värde på 1,15-1,25 kr.

DCF, antaganden

WACC-antaganden

Risikfri ränta	2,5%
Risikpremie	5,5%
Småbolagspremie	4,0%
Extra risk-premie	2,0%
WACC	14,0%

Antaganden terminalvärde

Långsiktig tillväxt	3,0%
Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	2%
Skattesats	20%

Källa: EPB

DCF, känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	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%	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	13,0%	0,8	1,1	1,3	1,6	1,9
13,5%	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	13,5%	0,7	1,0	1,3	1,5	1,8
14,0%	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	14,0%	0,7	0,9	1,2	1,4	1,7
14,5%	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	14,5%	0,7	0,9	1,1	1,4	1,6
15,0%	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	15,0%	0,6	0,9	1,1	1,3	1,5

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	406	455	507	495	690	941	1 086
Totala intäkter	406	455	507	495	690	941	1 086
Kostnad sålda varor	-208	-244	-274	-270	-400	-480	-554
Bruttoresultat	198	210	233	225	290	460	532
Övriga rörelsekostnader	-169	-151	-150	-152	-214	-310	-358
EBITDA	29	59	84	73	76	150	174
EBITDA, justerad	29	59	84	73	76	150	174
Avskrivningar	-53	-49	-38	-43	-43	-44	-52
EBITA, justerad	-24	11	46	31	33	106	122
EBIT	-24	11	46	31	33	106	122
EBIT, justerad	-24	11	46	31	33	106	122
Finansnetto	-3	-8	1	2	0	0	0
Resultat före skatt	-28	2	47	33	33	106	122
Resultat före skatt, justerad	-28	2	47	33	33	106	122
Total skatt	12	1	-12	-13	-9	-27	-28
Nettoresultat	-15	4	35	20	24	79	94
Nettoresultat, justerad	-15	4	35	20	24	79	94
Intäktstillväxt	-	12%	11%	-2%	39%	36%	15%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	42,0%	49,0%	49,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	4,8%	11,3%	11,2%
EPS, justerad	-0,02	0,00	0,04	0,02	0,03	0,09	0,10
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	21%	>100%	19%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	11	46	31	33	106	122
Övriga kassaflödesposter	56	47	24	30	33	14	12
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-61	64	-27	-54	13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	15	9	126	39	67	147
Investeringar i anläggningstillgångar	-41	-19	-24	-19	-9	-9	-12
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-14	-18	-26	-25	-30	-30
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-45	-33	-42	-45	-34	-39	-42
Fritt kassaflöde	-49	-18	-33	81	5	28	104
Nyemission / återköp	0	71	0	0	0	0	0
Övriga poster	24	2	-4	-55	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	24	73	-4	-55	0	0	0
Kassaflöde	-25	55	-36	25	5	28	104
Nettoskuld	77	10	44	-24	-29	-57	-161

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	257	242	251	277	277	277	277
Övriga immateriella tillgångar	53	47	57	69	73	81	85
Materiella anläggningstillgångar	101	86	92	105	92	79	65
Övriga anläggningstillgångar	45	40	36	40	41	44	56
Summa anläggningstillgångar	457	416	436	491	483	481	483
Varulager	87	127	97	85	117	160	163
Kundfordringar	75	68	141	67	97	132	163
Övriga omsättningstillgångar	35	47	51	85	62	85	98
Likvida medel och kortfristiga placeringar	52	108	72	100	104	132	237
Summa omsättningstillgångar	249	351	361	337	380	509	660
SUMMA TILLGÅNGAR	706	767	797	828	864	989	1 143
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	450	517	561	626	650	729	823
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	449	515	562	626	651	730	823
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
Summa långfristiga skulder	77	66	65	75	75	75	75
Kortfristiga räntebärande skulder	57	53	50	9	9	9	9
Leverantörsskulder	47	62	37	20	25	34	47
Kortfristiga leasingkulder	10	9	9	10	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	66	63	75	87	94	131	179
Summa kortfristiga skulder	180	187	170	127	138	185	245
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	706	767	797	828	864	989	1 143

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	12%	11%	-2%	39%	36%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	40%	-12%	3%	98%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-33%	7%	>100%	15%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	-43%	21%	>100%	19%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	45,5%	42,0%	49,0%	49,0%
EBITDA-marginal	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	11,0%	16,0%	16,0%
EBITDA-marginal, justerad	7,0%	13,1%	16,5%	14,8%	11,0%	16,0%	16,0%
EBIT-marginal	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	4,8%	11,3%	11,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	6,2%	4,8%	11,3%	11,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,9%	6,9%	4,0%	3,5%	8,4%	8,6%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	4%	11%	12%
ROCE, justerad	Neg.	2%	7%	4%	5%	14%	14%
ROIC, justerad	Neg.	2%	8%	5%	5%	16%	18%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	28%	19%	17%	17%	17%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	19%	15%	28%	14%	14%	14%	15%
Leverantörsskulder / KSV	23%	26%	14%	8%	6%	7%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	48%	47%	40%	30%	22%	23%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	26%	35%	26%	23%	22%	18%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,9x	1,2x	1,2x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	77	10	44	-24	-29	-57	-161
Soliditet	64%	67%	70%	76%	75%	74%	72%
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	-0,4x	-0,4x	-0,9x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,02	0,00	0,04	0,02	0,03	0,09	0,10
EPS, justerad	-0,02	0,00	0,04	0,02	0,03	0,09	0,10
FCF per aktie	-0,06	-0,02	-0,04	0,09	0,00	0,03	0,11
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,52	0,59	0,61	0,68	0,71	0,79	0,89
Antal aktier vid årets slut, m	860	879	922	922	922	922	922
Antal aktier efter utspädning, snitt	860	879	922	922	922	922	922

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	372,3x	25,2x	45,9x	37,2x	11,4x	9,6x
P/EK	2,6x	2,9x	1,6x	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	11,4x	196,0x	32,1x	8,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	9%	1%	3%	12%
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	1,3x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	43,6x	24,9x	11,1x	12,2x	12,0x	6,1x	5,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	136,7x	20,2x	29,0x	27,7x	8,6x	7,5x
EV	1 245	1 480	925	895	909	909	909
Aktiekurs	1,4	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

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 frånsäger 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 analytiker, 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