



Rottneros

Motståndskraftig lönsamhet trots tuffa marknadsförhållanden

Solid Q3-rapport visar på styrka i fokus på nischprodukter

En stark volymutveckling och en god kostnadskontroll genererade en EBIT på 49 mkr, vilket motsvarar en EBIT-marginal på 7,1% under Q3. Detta trots tuffa marknadsförutsättningar vad gäller efterfrågan, försäljningspris och kostnadsinflation. Omsättningen sjönk med 2% y/y för jämförbara enheter. Höga försäljningsvolymerna (+19% y/y) motverkades av ett lägre massapris (-21%). De rörliga kostnaderna är på en fortsatt hög nivå drivet av priset på vedråvara. Massaproduktionen steg med 3% y/y, vilket är i linje med det långsiktiga målet. Vi ser tydliga tecken på att Rottneros nischstrategi med kundanpassad massa ger god avkastning även när den generella efterfrågan viker.

Stabiliserat massapris och avtagande kostnadsinflation

Massamarknaden har stabiliserats under tredje kvartalet och präglades av ökade leveranser, sjunkande lager och ett stopp för ett fallande massapris. Det råder dock stor osäkerhet i hur uthållig vändningen är. I Europa har lagren minskat och listpriset planat ut runt USD 1 145 (-8% q/q). I oktober har en prishöjning aviserats på USD 50. Kostnadssituationen för vedråvara har förbättrats till följd av en ökad lokal tillgång och minskad import, samt lägre kostnader för kemikalier. Rottneros investeringsprojekt bidrar med tillväxt och kostnadseffektiviseringar under 2024.

Värdering och starka finanser ger stöd

Vi höjer vår vinstprognos för 2023, men sänker estimaten för 2024-25e till följd av högre vedråvara på lite längre sikt. Vi lämnar dock vårt DCF-baserade motiverade värde oförändrat på 14-15 kr efter att vi tagit i beaktande investeringar i CTMP-kapacitet, förnyelsebar energi och förpackningar. Rottneros har starka finanser med en soliditet på 66% och en nettokassa på 264 mkr. Aktien värderas idag till 20% rabatt på eget kapital, P/EK 0,8x, vilket är en historiskt låg nivå. Vi ser lönsamhetsutmaningar i det korta perspektivet, men gör bedömningen att Rottneros åtminstone bör värderas i paritet med eget kapital per aktie (12,6 kr) vid denna tidpunkt i konjunkturcykeln för pappersmassa.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	14,0 - 15,0 SEK	
Totala intäkter	2,6%	11,3%	8,0%	3 112	2 808	2 651	2 828	Aktiekurs	11,1 SEK	
EBIT, just.	>100%	-13,4%	-7,4%	Tillväxt	35%	-10%	-6%	7%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	>100%	-10,7%	-5,7%	EBITDA, just.	691	348	294	438	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	550	229	170	302			
Q4 - rapport	01 februari 2024		EPS, just.	3,7	1,2	0,9	1,6	Intressekonflikter		
Q1 - rapport	25 april 2024		EPS-tillväxt, just.	>100%	-69%	-22%	76%	Yes	No	
Bolagsfakta (mSEK)			EK/aktie	14,8	14,6	15,1	16,2	Likviditetsgarant	✓	
Antal aktier	153m		Utdelning per aktie	1,4	0,4	0,4	0,6	Certified adviser	✓	
Börsvärde	1 690		EBIT-marginal	18,5%	8,6%	6,9%	11,4%	Transaktioner 12m	✓	
Nettoskuld	-264		ROE, just.	29,9%	7,9%	6,1%	10,2%			
EV	1 427		ROCE, just.	27,2%	9,8%	7,2%	12,2%			
Free float	48%		EV/Sales	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x			
Daglig handelsvolym, snitt	45k		EV/EBITDA	2,2x	4,1x	4,9x	3,3x			
Bloomberg Ticker	RROS SS EQUITY		EV/EBIT	2,7x	6,2x	8,4x	4,7x			
Analytiker			P/E, just.	3,3x	9,5x	12,2x	7,0x			
Mathias Carlson			P/EK	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x			
mathias.carlson@penser.se			Direktavkastning	11,5%	3,6%	3,6%	5,4%			
			FCF yield	23%	0%	1%	14%			
			Nettoskuld/EBITDA	-0,5x	-0,7x	-0,7x	-0,9x			

Investment case

Rottneros är en världsledande producent av pappersmassa som även används inom nischområden med bra tillväxt. Bolaget har en stark finansiell ställning med en soliditet på 66%, en nettokassa på 264 mkr och goda kassaflöden. Den globala massamarknaden är inne i en kraftig avmattningsfas som en följd av den generella konjunkturnedgången. Bolagets verksamhet är därför under press till följd av en sjunkande efterfrågan, fallande priser och en hög kostnadsinflation. Detta gör att utmaningarna och osäkerheten om lönsamheten är hög i det korta- och medellånga perspektivet. Däremot är den långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen stark för bolagets hållbara produkter. Rottneros affärsmodell med fokus på nischprodukter visar på styrka i det rådande tuffa marknadsläget.

Rottneros är välpositionerat för att dra nytta av de långsiktigt positiva trenderna som driver efterfrågan på massamarknaden och förpackningar. Investeringar i utökad produktionskapacitet, innovativa förpackningslösningar och förnyelsebar energi säkerställer en långsiktig god lönsamhet över en konjunkturcykel, enligt våra beräkningar. Vår bedömning är att merparten av de negativa lönsamhetsutsikterna och det negativa nyhetsflödet är diskonterat i dagens aktiekurs och därmed har en attraktiv "risk-reward" skapats.

Bolagsprofil

Rottneros är en svensk pappersmassatillverkare och ett av världens ledande specialistföretag inom utveckling och produktion av pappersmassa. Verksamheten bedrivs vid Rottneros Bruk i Värmland och Vallviks Bruk i Hälsingland, Sverige.

Rottneros Bruk utvecklar och producerar mekanisk massa eller CTMP (Chemi-Thermo-Mechanical Pulp). Den används vid produktion av kartong, förpackningar, mjukpapper, filter samt skriv- och tryckpapper. Kapaciteten väntas öka till 150-170 tusen ton från dagens 120 tusen ton per år under de kommande två åren.

Vallviks Bruk tillverkar långfibriga kemiska sulfatmassor och är en globalt ledande leverantör av E-massa och filtermassa. Under 2022 producerades 222 500 ton massa vid bruket. Sulfatprocessen som används ger en extra stark massa.

Rottneros Packaging fokuserar på högkvalitativa livsmedelsförpackningar och startar upp en fabrik för formpressade fibertråg i Polen tillsammans med Arctic Paper i slutet av 2023. Tillverkningskapaciteten beräknas till cirka 80 miljoner förpackningar per år och omsättningen förväntas till 140 mkr per år vid full kapacitet.

Rottneros är börsnoterat sedan 1987 och handlas på Nasdaq Stockholm.

Värdering

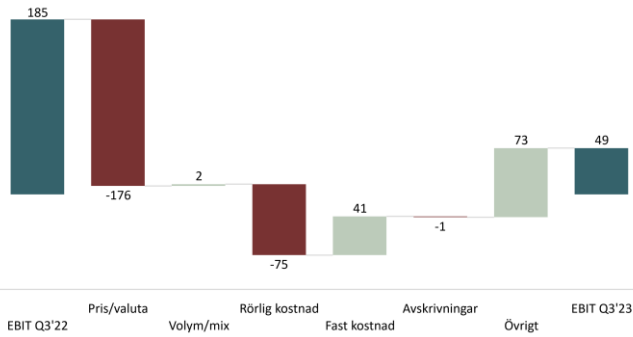
Värderingen grundar sig på en kassaflödesvärdering (DCF) som tar i beaktande den kraftigt cykliska lönsamhetsutvecklingen där vi analyserat historiska marginalnivåer, effekten av strategiska investeringar och den långsiktiga tillväxtpotentialen för Rottneros produkter med fokus på hållbarhet.

Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 14-15 kr per aktie.

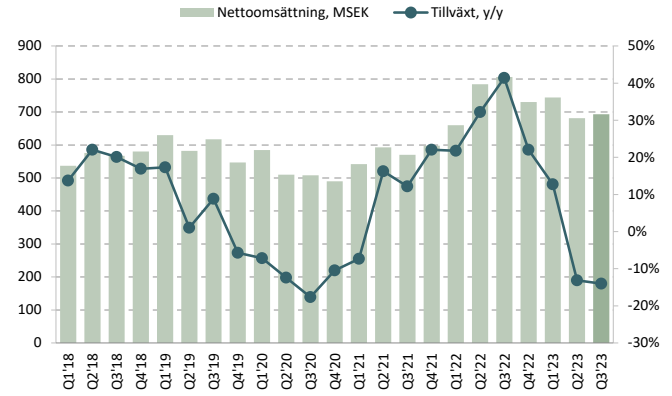
Kvartalet i korthet

Diagram 1: EBIT-brygga Q3'23 vs. Q3'22



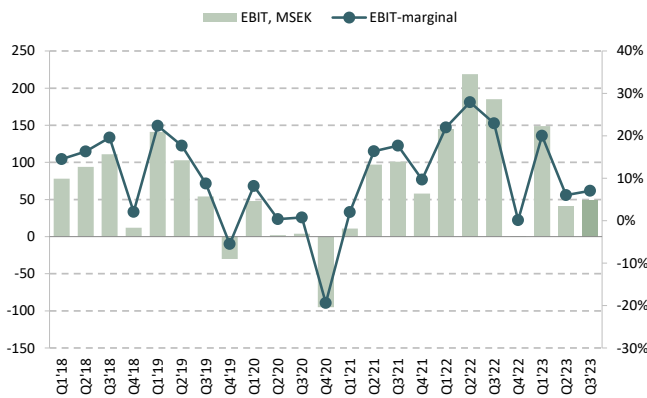
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 2: Nettoomsättning per kvartal



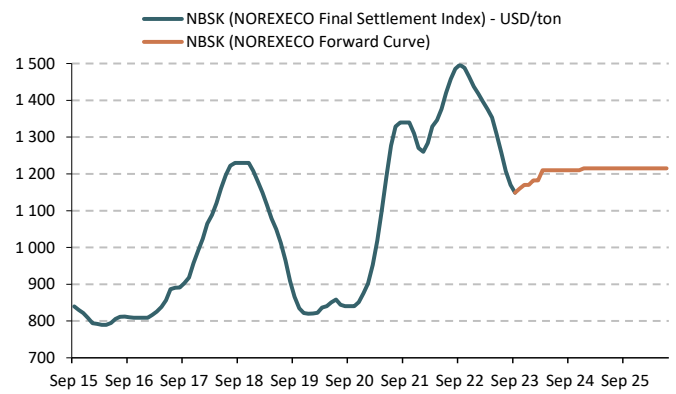
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 3: EBIT och EBIT-marginal per kvartal



Källa: Rottneros, EPB

Diagram 4: Massaprisindex



Källa: NOREXECO, EPB

Värdering

Vår uppdaterade DCF-värdering efter Q3-resultatet och beaktande av investeringen i ny CTMP-kapacitet, förnyelsebar energi och ny fabrik i Polen för Rottneros Packaging indikerar ett värde på 15 kr per aktie. Denna modell är givetvis mycket känslig för långsiktiga marginalantaganden och avkastningskrav, men vi bedömer att vi har varit förhållandevis konservativa med våra antaganden. Med en långsiktig EBIT-marginal om 7% ligger vi något under det historiska genomsnittet de senaste tio åren.

Vår bedömning är att "risk-reward" är attraktiv på medellång sikt givet det stora strategiska fokus vi ser på träfiberbaserade produkter. Samtidigt är kraftförsörjningen och elpriser en risk, men kommande investeringar i förnyelsebar energi kommer minska den samma.

Vi åsätter Rottneros ett motiverat värde med utgångspunkt i detta på 14-15 kr per aktie, även om den cykliska risken fortfarande ligger på nedsidan givet rådande marknadsförutsättningar och osäkerhet kring utvecklingen för massapriset. Vår bedömning är att prisbotten är bakom oss, men givet utbuds- och efterfrågesituationen är riktningen oklar.

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 297	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	734	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	2 032	Extra riskpremium	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-264	WACC	12,0%	Capex, % av omsättning	4,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0			Rörelsekapital, % av omsättning	23,0%
Eget kapital	2 296			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	153				
Eget kapital per aktie	15				

Källa: EPB

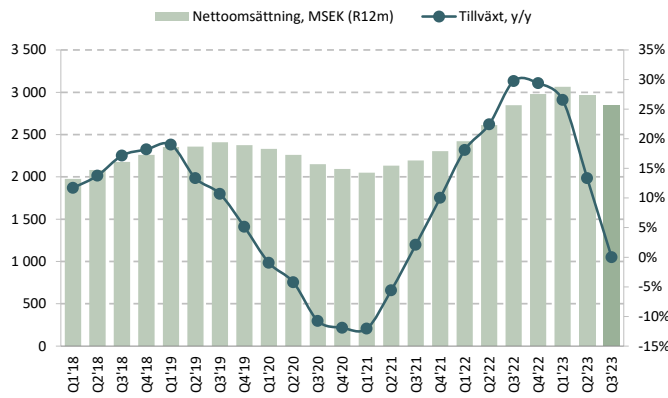
Tabell 2: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
	11,0%	15,8	16,2	16,5	16,9	17,4		11,0%	9,7	13,1	16,5	19,9	23,4
	11,5%	15,1	15,4	15,7	16,1	16,5		11,5%	9,5	12,6	15,7	18,9	22,0
WACC	12,0%	14,5	14,8	15,0	15,3	15,7	WACC	12,0%	9,2	12,1	15,0	17,9	20,8
	12,5%	14,0	14,2	14,4	14,7	15,0		12,5%	9,0	11,7	14,4	17,1	19,8
	13,0%	13,5	13,7	13,9	14,1	14,3		13,0%	8,9	11,4	13,9	16,3	18,8

Källa: EPB

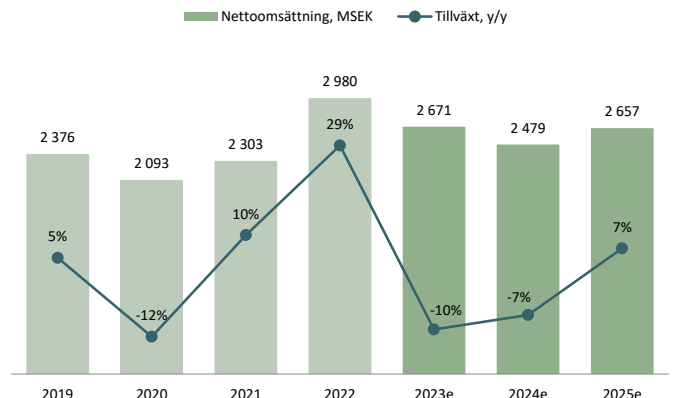
Resultat- och prognosöversikt

Diagram 5: Nettoomsättning, R12m



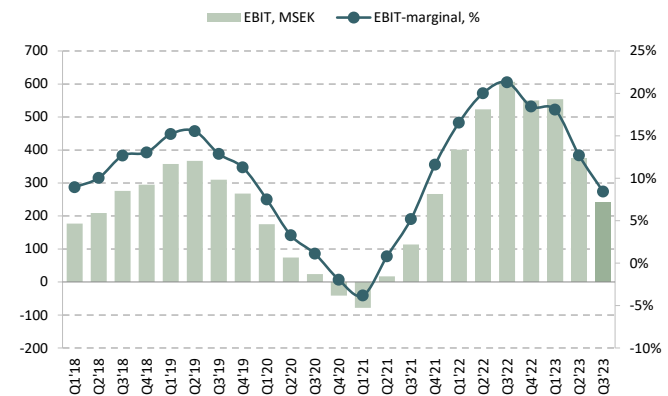
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 6: Nettoomsättning, estimat



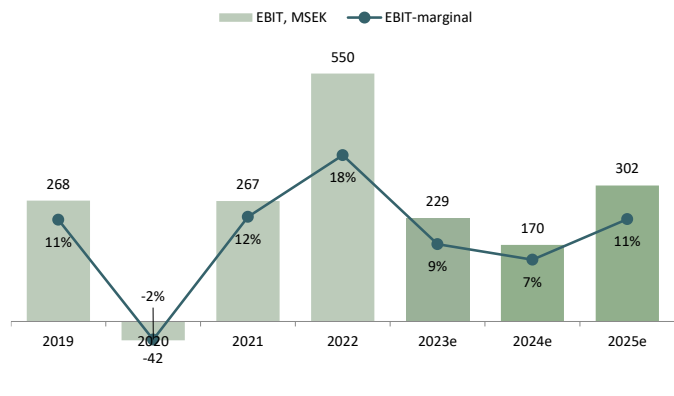
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 7: EBIT och EBIT-marginal, R12m



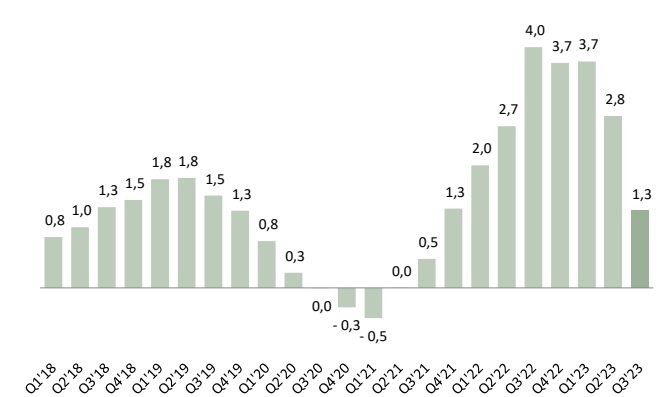
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 8: EBIT och EBIT-marginal, estimat



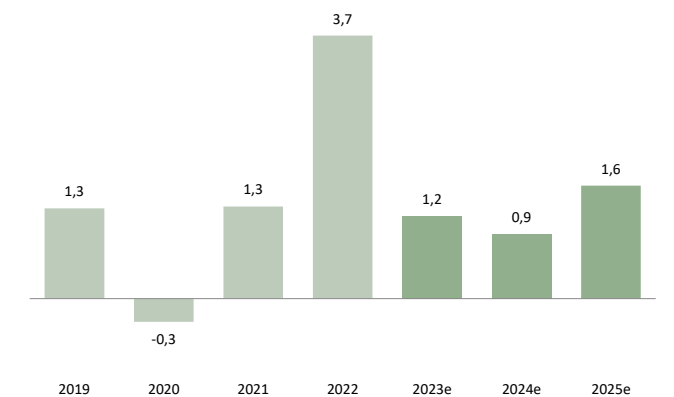
Källa: Rottneros, EPB

Diagram 9: Vinst per aktie, R12m



Källa: Rottneros, EPB

Diagram 10: Vinst per aktie, estimat



Källa: Rottneros, EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2 376	2 093	2 303	2 980	2 671	2 479	2 657
Övriga rörelseintäkter	20	(17)	0	132	137	172	172
Totala intäkter	2 396	2 076	2 303	3 112	2 808	2 651	2 828
Kostnad sålda varor	-1 223	-1 200	-1 125	-1 415	-1 661	-1 560	-1 560
Bruttoresultat	1 173	876	1 178	1 697	1 147	1 091	1 268
Övriga rörelsekostnader	-799	-799	-793	-1 006	-799	-797	-831
EBITDA	374	77	385	691	348	294	438
EBITDA, justerad	374	77	385	691	348	294	438
Avskrivningar	-106	-119	-118	-141	-119	-124	-136
EBITA, justerad	268	-42	267	550	229	170	302
EBIT	268	-42	267	550	229	170	302
EBIT, justerad	268	-42	267	550	229	170	302
Finansnetto	-21	-19	-21	164	-4	4	4
Resultat före skatt	247	-61	246	714	225	174	306
Resultat före skatt, justerad	247	-61	246	714	225	174	306
Total skatt	-53	11	-48	-149	-47	-36	-63
Nettoresultat	194	-50	198	565	178	138	243
Nettoresultat, justerad	194	-50	198	565	178	138	243
Intäktstillväxt	-	-13%	11%	35%	-10%	-6%	7%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	42,9%	44,0%	47,7%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	8,6%	6,9%	11,4%
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	1,17	0,90	1,59
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-69%	-22%	76%

Källa: Rottneros, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	268	-42	267	550	229	170	302
Övriga kassaflödesposter	85	102	55	107	68	92	77
Förändringar i rörelsekapital	106	25	-34	-115	-24	33	-29
Kassaflöde från den operationella verksamheten	459	85	288	542	273	295	349
Investeringar i anläggningstillgångar	-107	-115	-125	-112	-280	-280	-110
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-1	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-109	-116	-125	-112	-280	-280	-110
Fritt kassaflöde	350	-31	163	430	-7	15	239
Förvärv och avyttringar	0	-12	2	0	115	0	0
Förändring av skulder	0	-3	-416	-34	-112	-16	0
Utdelningar	-214	0	-68	-91	-214	-61	-61
Övriga poster	0	0	150	0	100	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-214	-15	-332	-125	-111	-77	-61
Kassaflöde	136	-46	-169	305	-118	-62	178
Nettoskuld	35	81	-16	-354	-248	-202	-380

Källa: Rottneros, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	13	30	25	21	21	21	21
Materiella anläggningstillgångar	1 198	1 203	1 213	1 190	1 236	1 392	1 366
Finansiella anläggningstillgångar	20	2	42	228	228	228	228
Övriga anläggningstillgångar	49	50	59	62	62	62	62
Summa anläggningstillgångar	1 280	1 285	1 339	1 501	1 547	1 703	1 677
Varulager	375	355	327	436	481	459	478
Kundfordringar	267	219	322	451	401	372	398
Övriga omsättningstillgångar	75	68	233	569	569	569	569
Likvida medel och kortfristiga placeringar	376	330	161	465	347	285	463
Summa omsättningstillgångar	1 093	972	1 043	1 921	1 798	1 684	1 909
SUMMA TILLGÅNGAR	2 373	2 257	2 382	3 422	3 345	3 387	3 586
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 380	1 301	1 527	2 256	2 220	2 297	2 479
Summa eget kapital	1 380	1 301	1 527	2 256	2 220	2 297	2 479
Långfristiga räntebärande skulder	411	411	145	111	99	83	83
Övriga långfristiga skulder	176	150	207	325	325	325	325
Summa långfristiga skulder	587	561	352	436	424	408	408
Leverantörsskulder	202	204	220	285	255	237	254
Övriga kortfristiga skulder	204	191	283	445	445	445	445
Summa kortfristiga skulder	406	395	503	730	700	682	699
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 373	2 257	2 382	3 422	3 345	3 387	3 586

Källa: Rottneros, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-13%	11%	35%	-10%	-6%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-79%	>100%	79%	-50%	-16%	49%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-58%	-26%	78%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	-69%	-22%	76%
Bruttomarginal	49,4%	41,9%	51,2%	56,9%	42,9%	44,0%	47,7%
EBITDA-marginal	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	13,0%	11,9%	16,5%
EBITDA-marginal, justerad	15,7%	3,7%	16,7%	23,2%	13,0%	11,9%	16,5%
EBIT-marginal	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	8,6%	6,9%	11,4%
EBIT-marginal, justerad	11,3%	Neg.	11,6%	18,5%	8,6%	6,9%	11,4%
Vinst-marginal, justerad	8,2%	Neg.	8,6%	19,0%	6,7%	5,6%	9,1%

Källa: Rottneros, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	14%	30%	8%	6%	10%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	16%	27%	10%	7%	12%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	18%	32%	12%	8%	14%

Källa: Rottneros, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	16%	17%	14%	14%	17%	17%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	11%	14%	14%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	17%	17%	20%	20%	15%	15%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	20%	26%	30%	28%	29%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	13%	12%	16%	23%	27%	27%	26%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x

Källa: Rottneros, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	35	81	-16	-354	-248	-202	-380
Soliditet	58%	58%	64%	66%	66%	68%	69%
Nettoskulsättningsgrad	0,0x	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,1x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	0,1x	1,1x	0,0x	-0,5x	-0,7x	-0,7x	-0,9x

Källa: Rottneros, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,27	-0,33	1,30	3,70	1,17	0,90	1,59
EPS, justerad	1,27	-0,33	1,30	3,70	1,17	0,90	1,59
FCF per aktie	2,29	-0,20	1,07	2,82	-0,05	0,10	1,57
Utdelning per aktie	0,00	0,00	1,05	1,40	0,40	0,40	0,60
Eget kapital per aktie	9,04	8,53	10,0	14,8	14,6	15,1	16,2
Antal aktier vid årets slut, m	153	153	153	153	153	153	153
Antal aktier efter utspädning, snitt	153	153	153	153	153	153	153

Källa: Rottneros, EPB

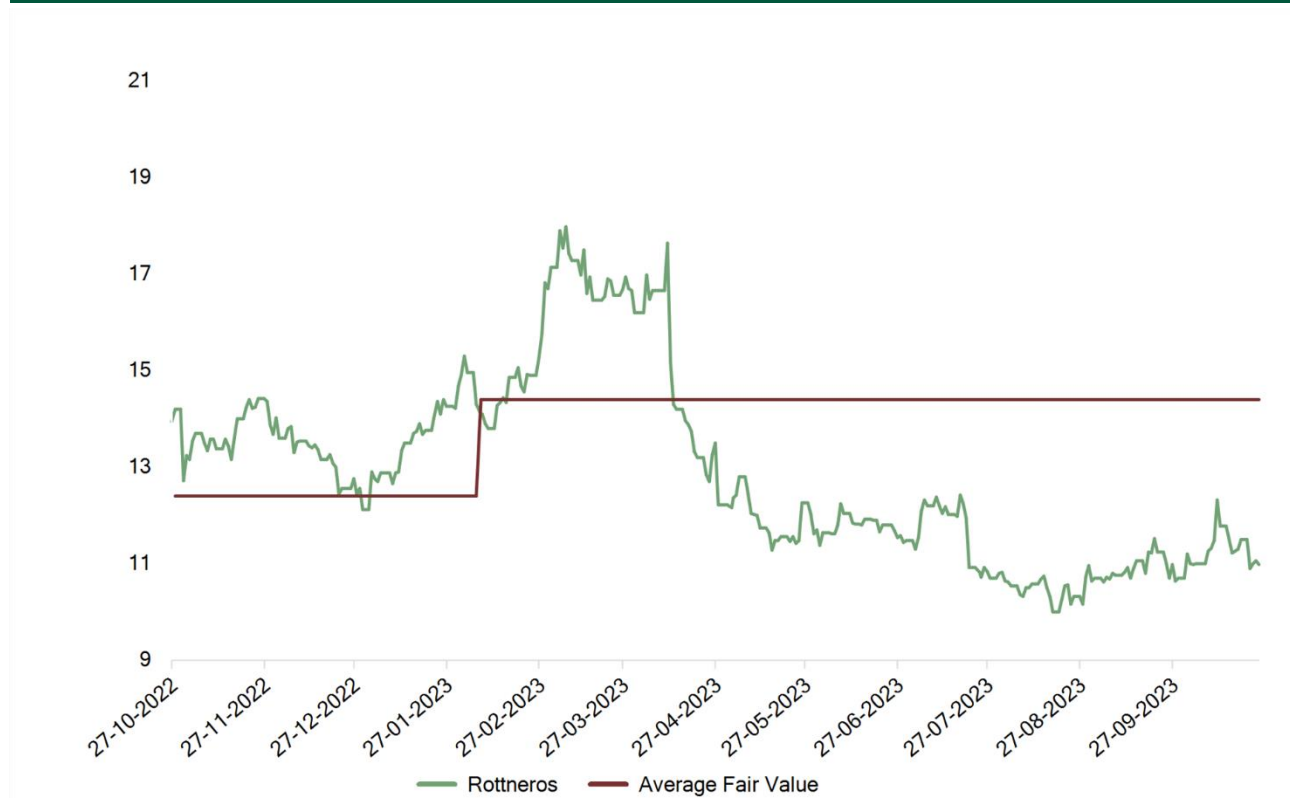
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	9,0x	Neg.	8,0x	3,3x	9,5x	12,2x	7,0x
P/EK	1,3x	1,0x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
P/FCF	5,0x	Neg.	9,8x	4,3x	Neg.	115,1x	7,1x
FCF-yield	20%	Neg.	10%	23%	Neg.	1%	14%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	10,1%	11,5%	3,6%	3,6%	5,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	80,9%	37,8%	34,3%	44,2%	37,7%
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	4,7x	17,2x	4,1x	2,2x	4,1x	4,9x	3,3x
EV/EBIT, justerad	6,6x	Neg.	5,9x	2,7x	6,2x	8,4x	4,7x
EV	1 774	1 324	1 574	1 510	1 426	1 426	1 426
Aktiekurs	11,4	8,2	10,4	12,2	11,1	11,1	11,1

Källa: Rottneros, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Rottneros (RROS 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 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