



Alm Equity

NAV pressas av osäker fastighetsmarknad

Fortsatt pressat NAV

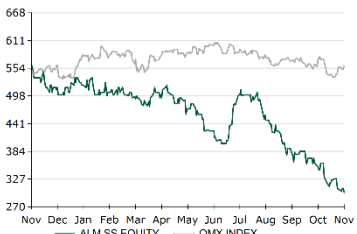
NAV i kvartalet uppgick till 318 kr, vilket motsvarar en nedgång om 55% y/y och 12% q/q. Den främsta anledningen till nedgången q/q är att det bokförda värdet på Svenska Nyttobostäder sjunker med 500 mkr eller 38%. Innehavet i Klövern har minskat i värde till 1 800 YTD mkr som en följd av att försäljningen till Nerep av 51% av aktierna, q/q är innehavet oförändrat. Försäljningen av stora delar av Klövern-innehavet gör att kassan i dagsläget uppgår till 1 135 mkr, vilket täcker kommande obligationsförfall med marginal.

Fokus på NAV-utveckling snarare än rörelse

Då ALM nu har karaktär av ett investmentbolag anser vi att NAV är huvudfokus och inte övrig del av resultaträkningen. Givet att vi bedömer att fastighetsmarknaden inte har nått en cykliskt botten så sänker vi våra NAV-estimat för 2024 med ca 130 mkr eller 12 kr per aktie. Vi anser dock att den kassa som ALM kan använda till att göra intressanta affärer kan expandera NAV. Vi bedömer dock att botten inte är nådd i NAV-utvecklingen, givet att bygg och fastighetsmarknaden är fortsatt svag.

Tar höjd för fortsatt skakig fastighetsmarknad

Vi tar ytterligare höjd för en fortsatt volatil fastighetsmarknad och sänker vårt motiverade värde till 300-330 kr (400-440). Vi bedömer att det finns en fortsatt nedsida i NAV, givet en volatil fastighets- och finansieringsmarknad. Vi ser vissa katalysatorer för aktien i närtid och dessa är kopplade till att ALM genomför fler strukturaffärer för att realisera tillgångar eller att man genomför aktioner för att öka flexibiliteten i finansiering. Historiskt har ALM varit agila i att skapa värde i oroliga tider och att hitta finansiering. Vi bedömer att man därför kommer kunna komma starkare ur denna marknad, men vändpunkten ligger några kvartal bort.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	300 - 330 SEK												
Totala intäkter	nm	nm	nm	Totala intäkter	6 902	2 516	1 704	309	Aktiekurs	300 SEK												
EBITDA, just.	nm	nm	nm	Tillväxt	31%	-64%	-32%	-82%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	nm	nm	nm	EBITDA, just.	-712	-1 175	311	166	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-712	-1 175	311	166														
				EPS, just.	-54,1	-130,7	-1,9	0,9														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Q4 - rapport	22 februari 2024			EK/aktie	540,8	304,8	292,0	281,9	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser	✓																					
Transaktioner 12m		✓																				
Bolagsfakta (mSEK)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	4,1%	2,2%														
Antal aktier	11m			EV/Sales	1,3x	2,6x	3,8x	21,1x														
Börsvärde	3 292			EV/EBITDA	Neg.	-5,5x	20,9x	39,1x														
Nettoskuld	3 211			EV/EBIT	Neg.	-5,5x	20,9x	39,1x														
EV	6 503			P/E, just.	-9,7x	-2,3x	-159,7x	351,5x														
Free float	67%			P/EK	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	0k			FCF yield	-18%	-6%	1%	-4%														
Bloomberg Ticker	ALM SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	-4,5x	-2,7x	10,6x	21,3x														
Analytiker																						
Rikard Engberg																						
rikard.engberg@penser.se																						

Investment case

Historik av flexibelt värdeskapande: ALM har under tiden som börsbolag varit agila i sin verksamhet och har i olika skeden av marknaden lyckats med att skapa aktieägarvärde i form av NAV-utveckling. Bolaget har rört sig från att vara en renodlad bostadsutvecklare till att bli ett investmentbolag som letar efter olika värdeskapande aktiviteter på fastighetsmarknaden.

Möjlighet till intressanta affärer: ALM har en historik av att genomföra transaktioner där man antingen fått betalt i aktier i nya bolag eller i andra börsbolag. Vi anser att de innehav ALM har i dagsläget kommer kunna öka i värde när vi ser en ljusare bygg- och fastighetsmarknad kommande år.

En botten i fastighetsmarknaden: Vi bedömer att fastighetsmarknaden i dagsläget befinner sig nära en cyklisk botten. ALM har under åren ackumulerat en intressant portfölj av både byggrätter och intressebolag. Vi bedömer att intressebolagen och ALM övertid kommer få en god avkastning på sina tillgångar då ingångsvärdena är attraktiva.

Bolagsprofil

ALM är ett investmentbolag med fokus på fastighetsmarknaden. De största innehaven är:

Klövern

ALMs största innehav är fastighets- och utvecklingsbolaget Klövern där man äger 21%. Innehavet utgör ca 28% av NAV. Klövern äger ca 24 000 bostadsbyggrätter, vilket gör bolaget till en av de största bostadsutvecklarna i Sverige. Bolaget har för avsikt att färdigställa ca 2 000 bostäder per år och år 2028 ha över 5000 bostäder i egen förvaltning. ALM och den tidigare delägaren Corem har nyligen sålt majoriteten av innehavet till den danska kapitalförvaltaren Nerep som succesivt kommer tillföra kapital till bolaget.

Svenska Nyttobostäder

ALM äger 39% av det noterade fastighetsbolaget Svenska Nyttobostäder. Innehavet utgör ca 18% av portföljen. Svenska Nyttobostäder äger och förvaltar bostadsfastigheter i Stockholmsområdet. Nyttobostäder har förbundit sig att förvärva projekt ägda och utvecklade av ALM. Bolaget hyr ut sina fastigheter till företag för till exempel personalbostäder eller privatpersoner. Utöver att förvalta fastigheter bedriver Svenska Nyttobostäder utveckling av bostadsrätter. Bolaget förvaltar i dagsläget ca 2 000 bostäder och har ytterligare ca 1 300 lägenheter i produktion hos ALM. Utöver dessa har bolaget tillträtt, men ej byggstartat ca 2 100 lägenheter. Dessa lägenheter ska utvecklas av ALMs projektbolag.

Arosbostad

Aros Bostad har i dagsläget ca 6 350 byggrätter fördelade på 19 kommuner, främst i Stockholm och Mälardalsregionen. Projekten är i huvudsak bostadsrätter i lägen med goda kommunikationsmöjligheter och i områden som domineras av småhus. Bolaget har historiskt visat goda projektmarginaler och vi bedömer att detta kan fortsätta, givet låga ingångsvärden i portföljen. ALM kom in i bolaget genom att sälja en större byggrättsportfölj till Aros och när denna är levererad kommer man äga ca 32% av bolaget. Aros utgör ca 18% av NAV.

2xA Entreprenad

Ett entreprenadbolag som delvis ansvarar för entreprenaden inom ALMs intressebolags projekt, men har även externa projekt. ALM äger 80% av bolaget och innehavet utgör ca 27% av NAV.

Värdering

Då ALM har skiftat från en fastighetsutvecklare till ett investmentbolag anser vi att en NAV-värdering är det som är bäst lämpat. Då vi ser en risk för ytterligare risk för negativa värdeminskningar så anser vi att aktien ska handla i paritet med vårt NAV-estimat för 2024, vilket gör att vi justerar vårt motiverade värde till 300–330 kr (400–440).

Kvartalet i korthet

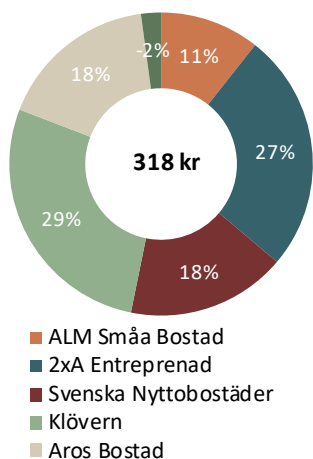
Klövern: Under kvartalet har Klöver fått en ny majoritetsägare i form av Nerep, en dansk kapitalförvaltare. Genom att få en huvudägare med god tillgång till kapital bedömer vi att Klöver kommer kunna starta fler projekt framöver, vilket vi anser kommer kunna driva värdet på ALMs investering. Under kvartalet har Klöver förvärvat fastigheter till ett värde om 115 mkr från Corem Property.

Svenska Nyttobostäder: Under kvartalet har Svenska Nyttobostäder genomfört en företrädesemission om 250 mkr för att stärka finanserna. Bolaget har nu 2 097 bostäder i egen förvaltning och ytterligare 1 260 i produktion. Vi bedömer att dessa tillträden kommer leda till att bolaget börjar generera ett starkt resultat som på sikt kan leda till att ALMs NAV stärks.

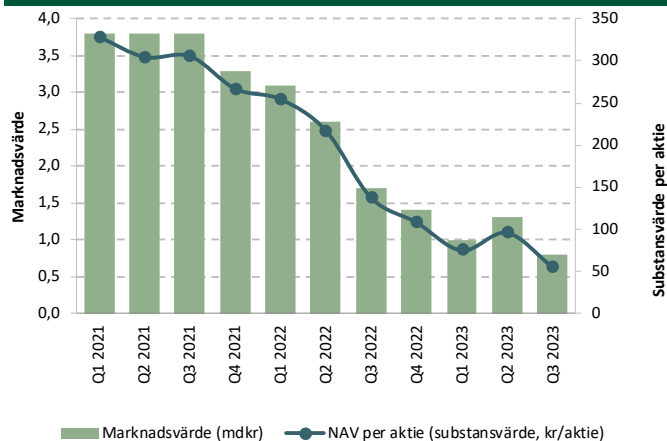
Aros Bostad: Under kvartalet har Aros Bostäder produktionsstartat fyra projekt som omfattar totalt 240 bostäder. Vi anser att Aros Bostad visar på en finansiell och operationell styrka då man fortsätter med produktionsstarter och frånträden i en tuff marknad.

X2A: Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 140 mkr. Bolaget har under kvartalet tecknat entreprenadavtal med Klöver till ett värde om 430 mkr. Bolaget har nu en orderstock om 408 mkr. Under 2023 har bolaget tecknat sju totalentreprenader där det totala värdet uppgått till 1 550 mkr och har omfattat ca 1 130 bostäder.

NAV-fördelning

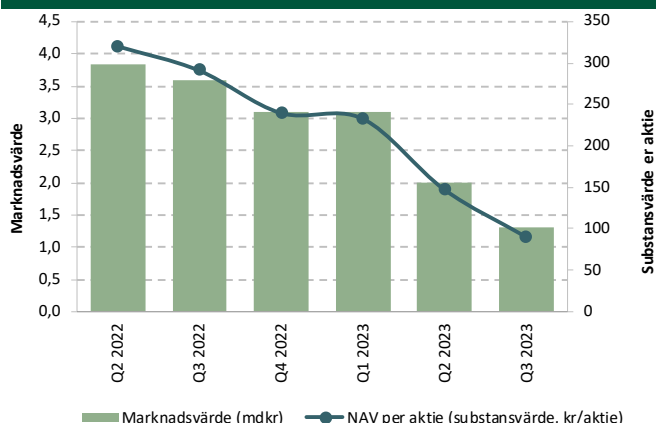


Svenska Nyttobostäder



Källa: Bolaget

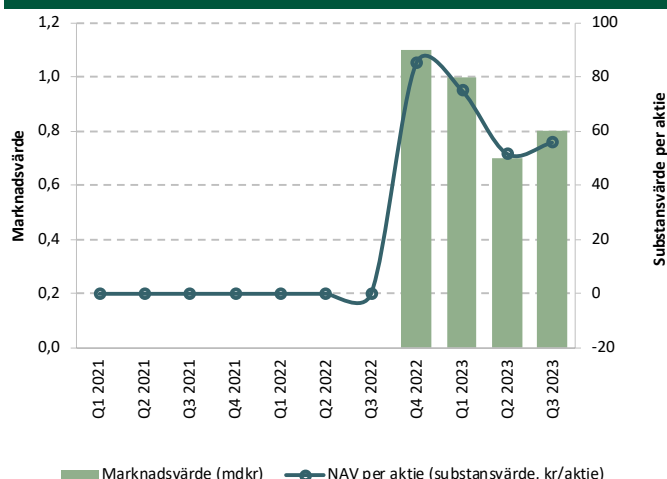
Klövern



Källa: bolaget

Källa: Bolaget

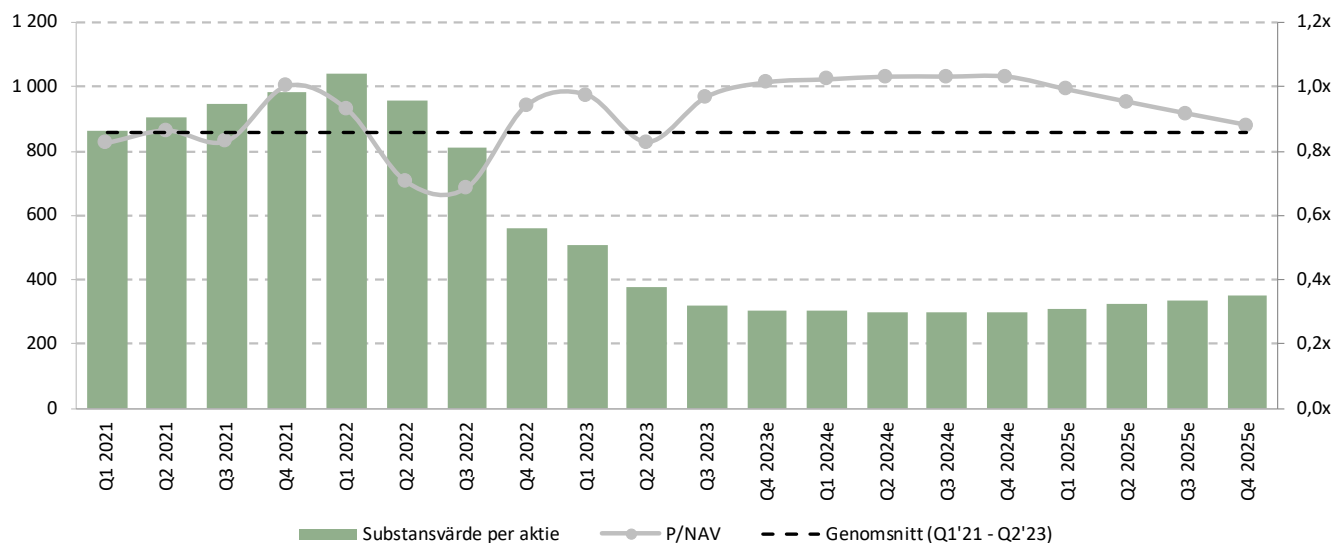
Aros Bostad



Källa: Bolaget

Värdering

NAV utveckling



Källa: EPB

Motiverat värde, känslighetstabell

Motiverat värde (X P-NAV 2023, Y NAV-utveckling 2024)

	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x	1,2x
-15%	223	248	273	273	298
-5%	250	277	305	305	333
0%	263	292	321	321	350
5%	276	307	337	337	368

Källa: EPB

Resultaträkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 516	1 704	309
Totala intäkter	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 516	1 704	309
Kostnad sålda varor	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-1 995	-1 397	-253
Bruttoresultat	252	287	321	3 323	1 727	520	307	56
Försäljningskostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-113	-78	-14
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	28	160	-2 318	-1 582	82	125
EBITDA	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
EBITDA, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
EBITA, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
EBIT	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
EBIT, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
Finansnetto	-90	293	2	142	53	-257	-303	-154
Resultat före skatt	16	432	233	3 457	-659	-1 432	8	12
Resultat före skatt, justerad	16	432	233	3 457	-659	-1 432	8	12
Total skatt	-11	2	-4	-34	83	-3	-28	-2
Nettoresultat	5	434	229	3 423	-576	-1 435	-21	9
Nettoresultat, justerad	5	434	229	3 423	-576	-1 435	-21	9
Intäktsstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-64%	-32%	-82%
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	20,7%	18,0%	18,0%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-131	-1,88	0,85
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Alm Equity, EPB

Kassaflödesanalys								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	106	139	231	3 315	-712	-1 175	311	166
Övriga kassaflödesposter	-76	-154	-109	-3 530	427	989	-283	-285
Förändringar i rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	-769	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-80	712	-58	832	-388	-955	27	-119
Investeringar i anläggningstillgångar	-451	-1 788	-703	-2 587	-287	177	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	65	297	0	368	-354	595	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-386	-1 491	-703	-2 219	-641	772	0	0
Fritt kassaflöde	-466	-779	-761	-1 387	-1 029	-183	27	-119
Nyemission / återköp	-24	1 036	835	617	57	153	0	0
Förändring av skulder	329	120	29	2 104	207	212	0	0
Utdelningar	-58	-68	-80	-102	-116	-108	-120	-120
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	247	1 088	784	2 619	148	257	-120	-120
Kassaflöde	-219	309	23	1 232	-881	504	-93	-240
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 199	3 292	3 532

Källa: Alm Equity, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	1 212	1 602	2 763	755	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	1 508	2 489	94	92	92	92	92
Andelar i intresseföretag	19	10	1	3 328	6 295	2 845	2 797	2 922
Övriga anläggningstillgångar	10	239	256	145	99	1 358	1 358	1 358
Summa anläggningstillgångar	1 241	3 359	5 509	4 322	6 486	4 295	4 247	4 372
Övriga omsättningstillgångar	5 341	4 444	3 234	6 856	3 959	3 764	3 763	3 767
Likvida medel och kortfristiga placeringar	390	699	722	1 954	1 073	1 147	1 054	814
Summa omsättningstillgångar	5 731	5 143	3 956	8 810	5 032	4 911	4 817	4 581
SUMMA TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	9 206	9 064	8 953
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	3 345	3 204	3 093
Summa eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	3 345	3 204	3 093
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	1 897	1 897	1 897
Övriga långfristiga skulder	214	389	362	371	699	117	117	117
Summa långfristiga skulder	1 290	2 253	3 282	3 010	2 726	2 014	2 014	2 014
Kortfristiga räntebärande skulder	2 903	2 362	1 878	2 355	2 253	2 449	2 449	2 449
Övriga kortfristiga skulder	641	577	515	613	783	1 398	1 397	1 397
Summa kortfristiga skulder	3 544	2 939	2 393	2 968	3 036	3 847	3 846	3 846
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	9 206	9 064	8 953

Källa: Alm Equity, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-64%	-32%	-82%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	-47%
EBIT-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	-47%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	20,7%	18,0%	18,0%
EBITDA-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%
EBITDA-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%
EBIT-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	18,2%	53,9%
Vinst-marginal, justerad	0,2%	25,8%	13,0%	65,1%	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%

Källa: Alm Equity, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	16%	6%	63%	Neg.	Neg.	Neg.	0%
ROCE, justerad	Neg.	2%	3%	32%	Neg.	Neg.	4%	2%
ROIC, justerad	Neg.	2%	3%	37%	Neg.	Neg.	5%	3%

Källa: Alm Equity, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	40%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	46%	94%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,2x	0,2x	0,4x	0,7x	0,3x	0,2x	0,0x

Källa: Alm Equity, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 199	3 292	3 532
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	36%	35%	35%
Nettoskultsättningsgrad	1,7x	1,1x	1,1x	0,4x	0,6x	1,0x	1,0x	1,1x
Nettoskuld / EBITDA	33,9x	25,4x	17,6x	0,9x	-4,5x	-2,7x	10,6x	21,3x

Källa: Alm Equity, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-131	-1,88	0,85
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-131	-1,88	0,85
FCF per aktie	-45,9	-76,7	-74,1	-130	-96,7	-16,7	2,50	-10,9
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	211	326	369	668	541	305	292	282
Antal aktier vid årets slut, m	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	11,0	11,0	11,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	11,0	11,0	11,0

Källa: Alm Equity, EPB

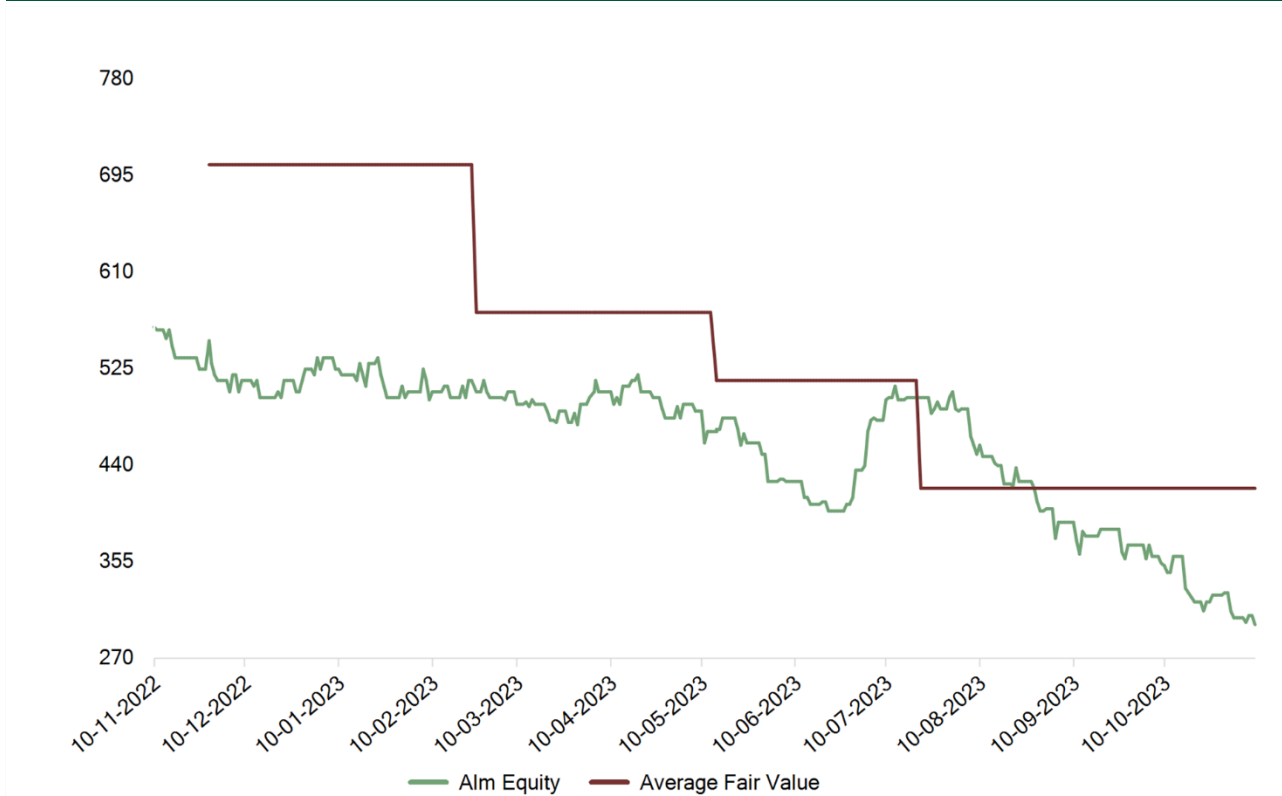
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	355,4x	7,3x	31,4x	3,1x	Neg.	Neg.	Neg.	351,5x
P/EK	0,8x	1,0x	1,9x	1,5x	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	119,9x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.
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	2,3x	4,0x	6,4x	2,6x	1,3x	2,6x	3,8x	21,1x
EV/EBITDA, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	-5,5x	20,9x	39,1x
EV/EBIT, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	-5,5x	20,9x	39,1x
EV	5 366	6 675	11 222	13 521	8 795	6 503	6 503	6 503
Aktiekurs	175	310	700	986	525	300,0	300,0	300,0

Källa: Alm Equity, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Alm Equity (ALM 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 rikt Kurs 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