



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 19 August 2020

## Björn Borg

### Stark onlinehandel ger tillväxt

#### Tillväxt driven av onlinehandel

Björn Borg redovisar försäljning för andra kvartalet om 148 mkr (141,7 mkr) vilket var starkt över våra estimat om 110 mkr. Avvikelsen beror på att onlinehandeln (egen samt via externa försäljare) var starkare än väntat och växte 58 % y/y, samt att den svenska grossistverksamheten växte 55 % y/y. Tillväxten i grossistverksamheten drevs av mycket stark utveckling under slutet av Q2.

#### Justerar estimat

EBIT uppgick till -13,4 mkr mot estimat om -11,7 där våra estimat främst avvek på grund av kreditförluster om 6,5 mkr samt kostnader relaterade till nedstängning av externa grossistbutiker i Sverige, som vi bedömer är av engångskaraktär. Mot bakgrund av en starkare försäljning höjer vi försäljningsestimaten till 720 mkr 2020e (661 mkr). 2021-2022 lämnar vi tillväxtestimaten oförändrade. EBIT-estimat för 2020e är -1 mkr (-19 mkr).

#### Värderingsrabatt mot sektor

Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x på 2021e och 8x på 2022, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan av ett varumärke. Vi justerar upp vårt motiverade värde till 19-21 kr (17-19) och ser medelhög potential men till medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	19.00 - 21.00	
EPS, just 20e	-0.27	-0.44	-38.3%	Sales,m	757	720	756	802	Current price	15.34
EPS, just 21e	1.47	1.13	29.7%	Sales Growth	6.7%	(4.8)%	5.0%	6.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	2.06	1.72	19.7%	EBITDA, m	109	47	100	121	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	51.4	(0.5)	49.4	68.1		
				EPS, adj	1.55	(0.27)	1.47	2.06		
				Equity/Share	10.5	10.3	11.7	13.8		
				Dividend	2.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	6.8%	(0.1)%	6.5%	8.5%		
				ROE (%)	14.7%	(2.7)%	12.5%	14.9%		
				ROCE	9.8%	(0.1)%	10.3%	14.2%		
				EV/Sales	0.62x	0.65x	0.62x	0.59x		
				EV/EBITDA	4.3x	9.9x	4.7x	3.9x		
				EV/EBIT	9.2x	(888.2)x	9.5x	6.9x		
				P/E, adj	9.9x	(56.4)x	10.5x	7.5x		
				P/Equity	1.5x	1.5x	1.3x	1.1x		
				Dividend yield	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	18.4%	(7.2)%	15.4%	16.3%		
				Net Debt/EBITDA	2.4g	4.9g	1.9g	1.1g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3-rapport	20 november 2020		
Q4-rapport	26 februari 2021		

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	25.1m
Market cap	386
Nettoskuld	85
EV	471
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	BORG.ST/BORG SS

#### Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se  
Analysavdelningen



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 19 August 2020

## Sammanfattning

---

### Stark onlinehandel ger tillväxt

#### Investment Case

---

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader under första halvan av 2020. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra detaljhandelsföretag. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Givet bolagets lägre lönsamhet samt regionala fokus på enbart norra Europa motiveras en rabatt, även om dagens är rabatt är omotiverad hög.

#### Bolags profil

---

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för drygt 62 % av varumärkesförsäljningen 2019. Produktområdet underkläder stod 2019 för majoriteten av försäljningen, drygt 59 %, medan sportkläder stod för drygt 14 %. Egen e-handel och försäljning via externa onlinebutiker utgjorde 24 % av omsättningen under Q1'20.

Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De nya målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt, och en soliditet som inte ska understiga 35 %. Bortsett från 2018 har Björn Borg uppnått tillväxtmålet sedan 2013.

#### Värdering

---

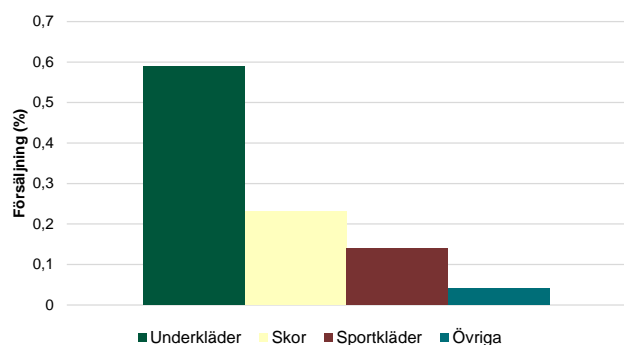
Vi värderar Björn Borg med en multipelsansats mot bolag med samma sektorexponering och tillväxtförutsättningar. Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x på 2021e och 8x på 2022, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan av ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 13x för 2021e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 25x för 2021e. Mot bakgrund av estimathöjningar justerar vi upp vårt motiverade värde till 19-21 kr (17-19 kr) och ser medelhög potential men till medelhög risk.

#### Motiverat värde

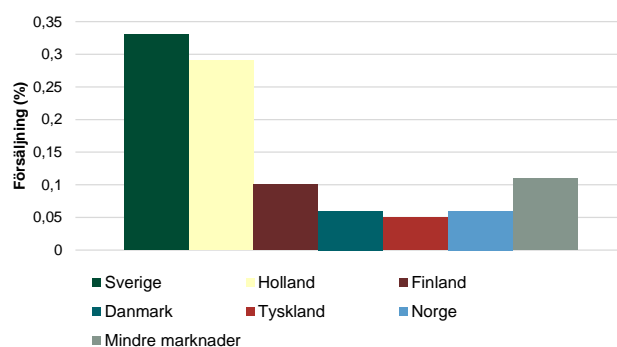
---

19-21 SEK

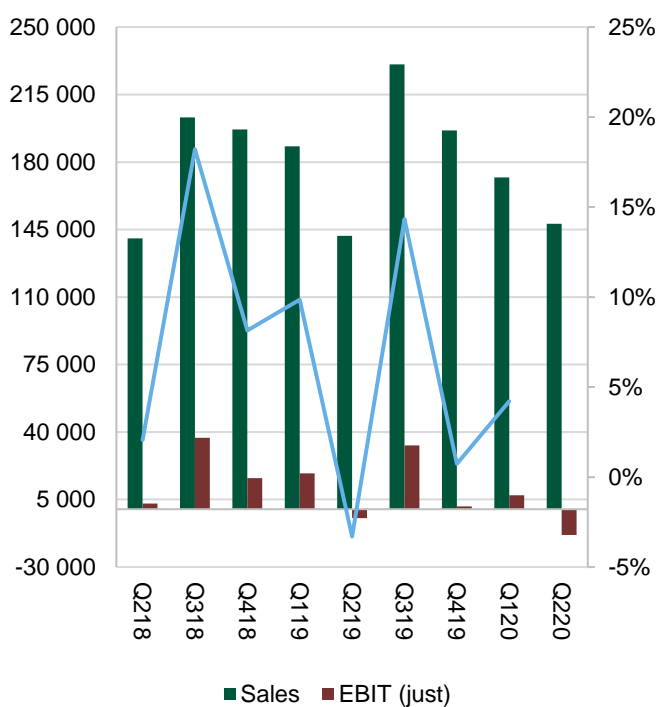
## Intäktsfördelning



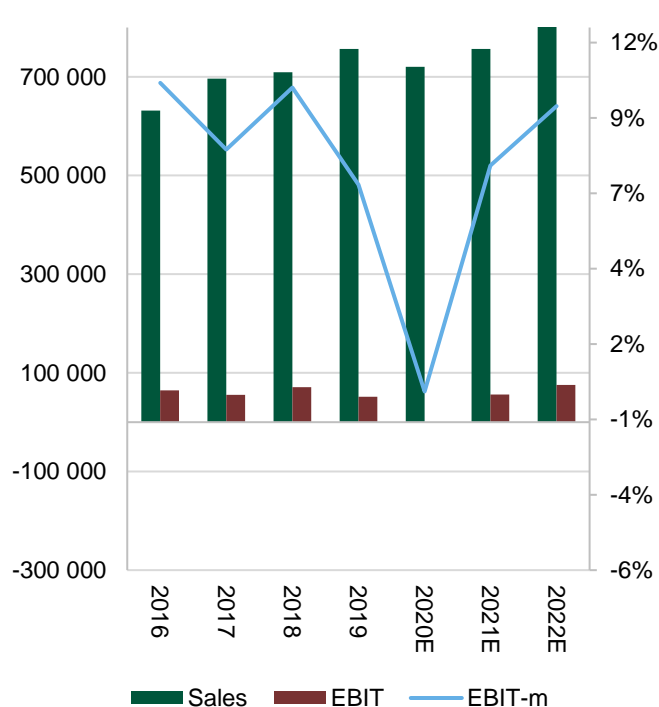
## Intäktsfördelning



## Intäkter och EBIT



## Intäkter och EBIT



### Största aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Martin Bjäringer	9,7%	9,7%
Fjärde AP-fonden	6,8%	6,8%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Avanza Pension	4,5%	4,5%
Övriga	72,5%	72,5%

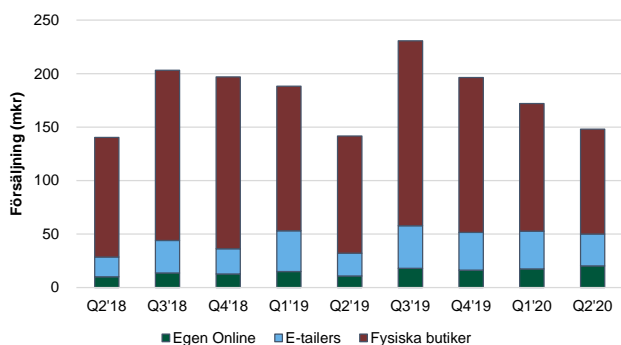
Ordförande	Heiner Olbrich
Verkställande direktör	Henrik Bunge
Finansdirektör	Jens Nyström
Investerarkontakt	Pernilla Johansson
Telefon / Internet	08-506 33 700 / <a href="http://www.corporate.bjornborg.com">www.corporate.bjornborg.com</a>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

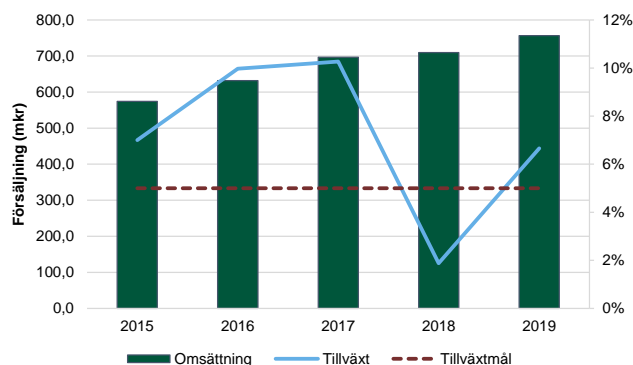
## Onlinehandeln växer som andel

Graferna nedan visar hur försäljningskanalerna utvecklats historiskt. Under Q2'20 utgjorde onlinebaserade kanaler ungefär en tredjedel av försäljningen och har därmed växt kraftigt som andel av intäkterna. Försäljningen i relation till omsättningsmålen visas också i grafen nedan.

### Försäljningsfördelning



### Försälning och försäljningsmål



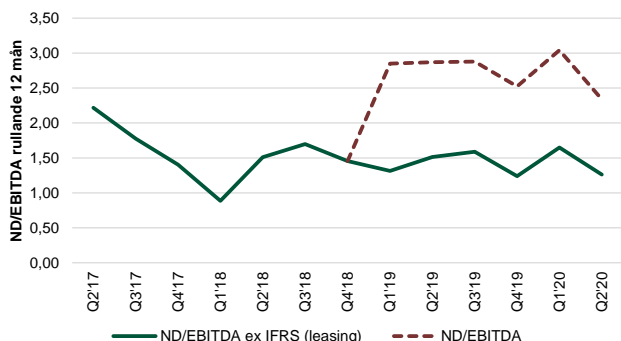
## Finansiell position förbättrad

Vi noterar att Björn Borg har arbetat med att hantera kostnadsbasen, bland annat genom att hantera marknadsföringsutgifter, kostnader för lagerlokaler och personalkostnader. Vissa kostnadsbesparingar förväntas ge snabba effekter samtidigt som andra besparingar blir synbara med fördröjning.

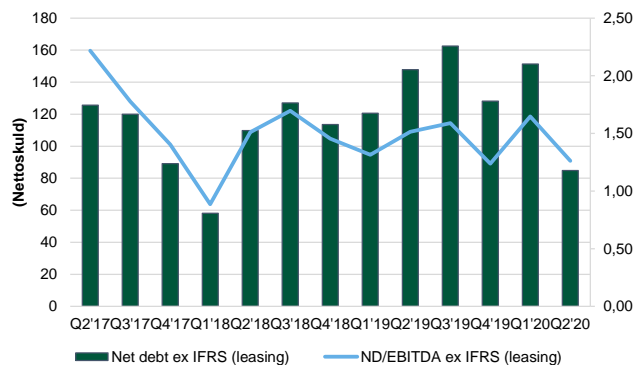
Vi bedömer att Björn Borg aktiv och framgångsrikt arbetat med kundfordringar, vilket resulterat i att bolaget frigjort rörelsekapital och förbättrat den finansiella positionen. Bolaget har en kredit om 90 mkr som inte är nyttjad, och utöver det är nettoskuld/EBITDA 2,34 per 30 juni 2020.

Graferna nedan illustrerar skuldsättningen i relation till EBITDA, utan och med IFRS-tillägget av leasingåtaganden. Björn Borg har kovenanter om en skuldsättning som inte får överskrida 3,0x rullande tolv månaders EBITDA. Man har fått tillfälligt tillåtelse att överse dessa kovenanter för H2'20, men har trots det förbättrat skuldsättningen bland annat genom att arbeta med att frigöra rörelsekapital.

### Nettoskuld / EBITDA



### Nettoskuld / EBITDA



## Värdet av ett varumärke

Björn Borg tar upp det egna varumärket till ett värde om 187,5 mkr. Varumärket köptes 2006 för 124 mkr samt ett tilläggsbelopp om minst 7,8 mkr per år under perioden 2007-2016. Totalt bedömer vi att beloppet överskrider 200 mkr. Starka varumärken inom detaljhandelsbranschen medför en prissättningsförmåga, vilket resulterar i högre marginaler och högre lönsamhet.

Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x för 2021. Vår grupp av jämförelsebolag inkluderar bolag med varumärken som har hög igenkänningsfaktor, exempelvis Under Armour, Puma, Lululemon, Asics, Adidas och Nike. Genomsnittlig EV/EBIT för jämförelsegruppen är 25,5x. Aspekter som geografisk exponering, tillväxttakt och skillnader i igenkänningsfaktor gör att flera av bolagen i jämförelsegruppen ska ha en högre multipel än Björn Borg, däremot anser vi att det föreligger en rabatt som inte är motiverad i full utsträckning. Björn Borgs handlas till en multipel närmare jämförelsegruppen för detaljhandelsbolag, som inkluderar bolag som GAP, JD Sports, Foot Locker och Sports Direct. Bolagen i den gruppen har ingen prissättningsförmåga som kommer av det egna varumärket. Vi bedömer att statusen för varumärket Björn Borg motiverar en högre multipel och att ett mer motiverat värde per aktie är 19-21 kr per aktie. Långsiktigt ser vi att bolaget framgångsrikt kan fortsätta sin omställning till att bli ett sportklädesmärke, och dra nytta av den starka underliggande tillväxten inom träning- och hälsovårdsprodukter. För 2021 bedömer vi att tillväxten kan återvända, och bedömer att omsättningen under 2021 kan växa med 5 %.

### Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	696	710	757	720	756	802
Övriga intäkter	8	7	22	27	22	22
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-358	-348	-361
Bruttovinst	<b>376</b>	<b>407</b>	<b>406</b>	<b>363</b>	<b>408</b>	<b>441</b>
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-343	-331	-342
Övriga rörelsekostnader						
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>65,3</b>	<b>79,9</b>	<b>108,6</b>	<b>47,4</b>	<b>99,7</b>	<b>121,0</b>
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-48,0	-50,4	-52,9
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>55,4</b>	<b>71,0</b>	<b>51,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>49,4</b>	<b>68,1</b>
Extraordinära Poster						
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>55,4</b>	<b>71,0</b>	<b>51,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>49,4</b>	<b>68,1</b>
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
<b>Resultat före skatt</b>	<b>51,4</b>	<b>74,0</b>	<b>48,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>46,7</b>	<b>65,5</b>
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,4	-9,8	-13,7
Minoritetsintressen						
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>37,4</b>	<b>59,9</b>	<b>38,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>36,9</b>	<b>51,7</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>37,4</b>	<b>59,9</b>	<b>38,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>36,9</b>	<b>51,7</b>

### Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	47	100	121
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	-82	1	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>57</b>	<b>20</b>	<b>113</b>	<b>-36</b>	<b>88</b>	<b>93</b>
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-10	-14
Investeringar	15	-16	-13	-3	-5	-5
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>73</b>	<b>4</b>	<b>100</b>	<b>-39</b>	<b>83</b>	<b>88</b>
Utdelningar	-50	-50	-50	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	-9	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-13	-14	-4	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>7</b>	<b>-21</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>46</b>	<b>51</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>90</b>	<b>114</b>	<b>262</b>	<b>232</b>	<b>186</b>	<b>135</b>

## Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	36	35	35	35	35	35
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	281	231	178
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	21	26	31
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	15	15	15
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>266</b>	<b>271</b>	<b>397</b>	<b>352</b>	<b>307</b>	<b>259</b>
Varulager	110	140	128	151	151	160
Kundfordringar	91	130	125	137	140	144
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	20	20	20
Likvida medel	53	36	29	20	66	117
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>274</b>	<b>320</b>	<b>302</b>	<b>328</b>	<b>377</b>	<b>442</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>541</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>680</b>	<b>684</b>	<b>701</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>						
Eget Kapital	277	288	265	258	295	347
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>277</b>	<b>282</b>	<b>265</b>	<b>258</b>	<b>295</b>	<b>347</b>
Långfristiga finansiella skulder	125	150	150	150	150	150
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder						
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	138	101	64
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>191</b>	<b>197</b>	<b>287</b>	<b>288</b>	<b>251</b>	<b>214</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	7	3	3	3
Leverantörsskulder	20	38	56	29	38	40
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	52,0	74,8	84,7	84,7	79,7	79,7
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>72</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>116</b>	<b>120</b>	<b>122</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>541</b>	<b>585</b>	<b>699</b>	<b>662</b>	<b>666</b>	<b>683</b>

## Resultaträkning

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
Nettoomsättning	203	197	188	142	231	196	172	148
Kostnad sålda varor	-86	-88	-81	-63	-109	-97	-79	-75
Bruttovinst	117	109	107	78	121	100	84	93
Övriga kostnader	-46	-56	-40	-30	-41	0	-47	-42
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>39,2</b>	<b>18,2</b>	<b>31,3</b>	<b>8,2</b>	<b>45,5</b>	<b>20,5</b>	<b>5,3</b>	<b>19,2</b>
Avskrivningar	-2,2	-2,2	-12,8	-12,9	-12,5	-19,1	-13,0	-12,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>37,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>33,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>7,2</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>37,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>33,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>7,2</b>
Netto finansiella kostnader	-1,4	0,0	1,4	-1,2	1,1	-4,0	-1,2	6,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>35,6</b>	<b>16,1</b>	<b>19,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>34,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>13,2</b>
Skatter	-6,7	-1,5	-3,1	0,6	-7,1	-0,1	-1,7	-2,6
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>29,0</b>	<b>14,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>27,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>29,0</b>	<b>14,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>27,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>

**Resultaträkning**

	<b>18Q3</b>	<b>18Q4</b>	<b>19Q1</b>	<b>19Q2</b>	<b>19Q3</b>	<b>19Q4</b>	<b>20Q1</b>	<b>20Q2</b>
Nettoomsättning	203	197	188	142	231	196	172	148
Kostnad sålda varor	-86	-88	-81	-63	-109	-97	-79	-75
Bruttovinst	117	109	107	78	121	100	84	93
Övriga kostnader	-46	-56	-40	-30	-41	0	-47	-42
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>39,2</b>	<b>18,2</b>	<b>31,3</b>	<b>8,2</b>	<b>45,5</b>	<b>20,5</b>	<b>5,3</b>	<b>19,2</b>
Avskrivningar	-2,2	-2,2	-12,8	-12,9	-12,5	-19,1	-13,0	-12,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>37,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>33,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>7,2</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>37,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>33,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>7,2</b>
Netto finansiella kostnader	-1,4	0,0	1,4	-1,2	1,1	-4,0	-1,2	6,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>35,6</b>	<b>16,1</b>	<b>19,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>34,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>13,2</b>
Skatter	-6,7	-1,5	-3,1	0,6	-7,1	-0,1	-1,7	-2,6
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>29,0</b>	<b>14,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>27,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>29,0</b>	<b>14,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>27,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### **Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### **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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---

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)