



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 20 July 2021

## Lagercrantz

### Lagercrantz fortsätter att överraska

#### Mycket stark Q1...

Lagercrantz rapporterade organisk tillväxt på imponerande 18% med förvärv som bidrog med lika mycket. Omsättningen var 11% bättre än konsensus och 20% bättre än våra estimat. Återhämtningen efter pandemin har förstärkts och är starkare än vad bolaget och vi hade räknat med. Även om Q1'20 var historiskt svagt med -7% organisk tillväxt reflekterar detta kvartal en styrka i ekonomin som inte bara beror på återhämtningen.

#### ...och goda utsikter...

EBITA kom in på höga 212 mkr, vilket var 20% bättre än konsensus och 35% bättre än EPB. Det gav en marginal på 16,3% - 350 punkter högre än Q1'20. 60% av ökningen är organisk och vi är imponerade av marginalexpansionen. Andelen egna produkter fortsätter att öka och gjorda förvärv går dessutom bättre än väntat. Det finns inslag av komponentbrist vilket skapar viss osäkerhet men beställningsingången är fortsatt stark.

#### ...gör att vi höjer estimaten med 20% och drar upp motiverat värde till 100-108 kr

De goda utsikterna och den starka marginalen gör att vi höjer estimaten med 20% och som en följd drar vi upp vårt motiverade värde till 100-108kr (76-81 kr). Aktien föll trots den imponerande rapporten, vilket vi antar berodde på kommentarerna om komponentbristen. Vi tycker att detta var en överreaktion.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20/21	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	100.00 - 108.00	
EPS, just 21/22e	2.89	2.36	22.6%	Sales,m	4,091	5,218	5,376	5,538	Current price	SEK101.50
EPS, just 22/23e	3.05	2.48	22.9%	Sales Growth	(2.1)%	27.5%	3.0%	3.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23/24e	3.19	2.61	22.2%	EBITDA, m	774	1,057	1,102	1,139	<div data-bbox="1082 1518 1482 1904"> <h4>Kursutveckling 12 mån</h4> </div>	
				EBIT, m	529.0	788.2	827.8	860.0		
				EPS, adj	1.91	2.89	3.05	3.19		
				EPS Growth	5.7%	51.6%	5.7%	4.6%		
				Equity/Share	9.1	10.9	12.7	14.5		
				Dividend	1.00	1.20	1.30	1.40		
				EBIT Marginal	12.9%	15.1%	15.4%	15.5%		
				ROE (%)	21.9%	29.2%	26.2%	23.7%		
				ROCE	16.4%	22.9%	22.6%	22.8%		
				EV/Sales	5.35x	4.19x	4.07x	3.95x		
				EV/EBITDA	28.3x	20.7x	19.9x	19.2x		
				EV/EBIT	41.3x	27.8x	26.4x	25.4x		
				P/E, adj	53.3x	35.1x	33.3x	31.8x		
				P/Equity	11.1x	9.3x	8.0x	7.0x		
				Dividend yield	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%		
				FCF yield	4.3%	3.2%	2.1%	3.2%		
				Net Debt/EBITDA	1.6g	1.1g	0.9g	0.5g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q2 2021/22	2021-08-24
Delårsrapport Q3 2021/22	2021-10-22

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	203,3m
Market cap	20,636
Nettoskuld	1,238
EV	21,874
Free Float	74.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	173.4(k)
Reuters/Bloomberg	LAGRb.ST/LAGRb SS

**Analytiker**  
markus.almerud@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärsbolag | Sweden | 20 July 2021

## Sammanfattning

### Lagercrantz fortsätter att överraska

#### Investment Case

Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbiterage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars i år, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år från runt en halv miljard förra året) har man gjort två större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 65% 2020/21, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 20% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

#### Bolags profil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

#### Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 30x och EV/EBIT 24x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal på 35-40x och EV/EBIT på 30-35x på 2022 års vinst.

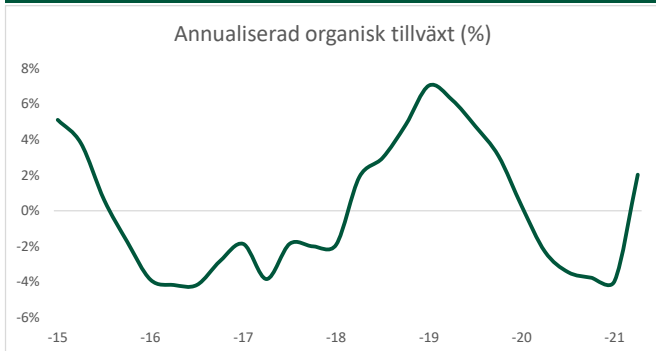
#### Motiverat värde

100-108 kr

## Accelererande momentum

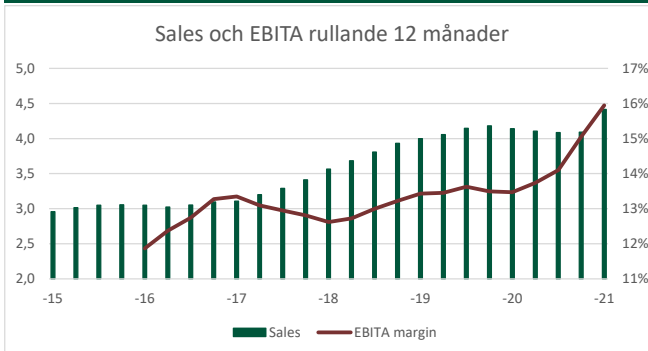
Vi är medvetna om att jämförelseperioden är väldigt svag på grund av pandemin men styrkan i Lagercrantz rapport förvånande ändå på uppsidan. Förutom att bolaget konsoliderade två stora förvärv under kvartalet så verkar det som om efterfrågan är tillbaka till pre-covid-nivåer vilket har skett snabbare än vad vi hade räknat med. Enligt bolaget är ordergången mycket god vilket är positivt på kort sikt. På medel- och medellång sikt fortsätter bolaget öka andelen egna produkter vilket ger fortsatt gynnsamma utsikter. Lagercrantz har som målsättning att öka vinsten före skatt till en miljard inom fem år, vilket motsvarar ca 15% vinsttillväxt per år.

### Organiska tillväxt-trenden har vänt upp...



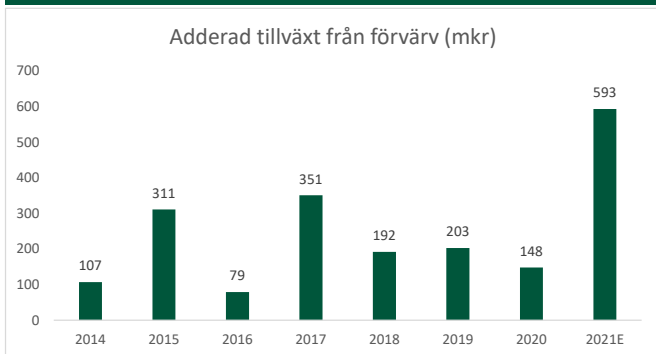
Bolaget, EPB

### ...och momentum i EBITA accelererar



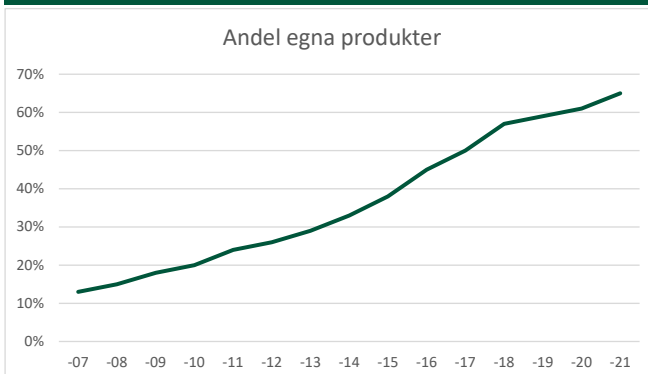
Bolaget, EPB

### Tillväxten från förvärv är högre än någonsin...



Bolaget, EPB

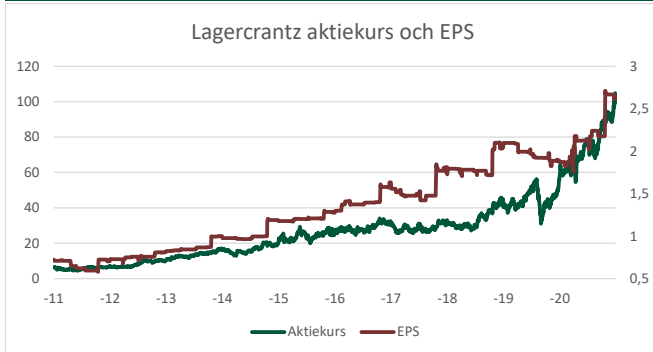
### ...och andelen egna produkter fortsätter öka



Bolaget, EPB

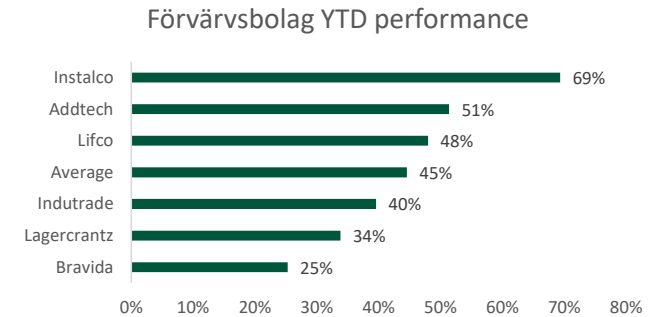
## Samtliga förvärvsbolag har sett stark aktiekursutveckling och multiplexpansion under 2021

### Estimat och aktiekursen har fortsatt att följas åt



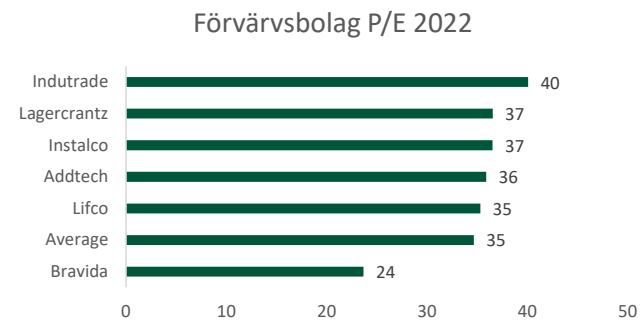
Factset, EPB

### Samtliga förvärvsbolag har gått väldigt bra i år



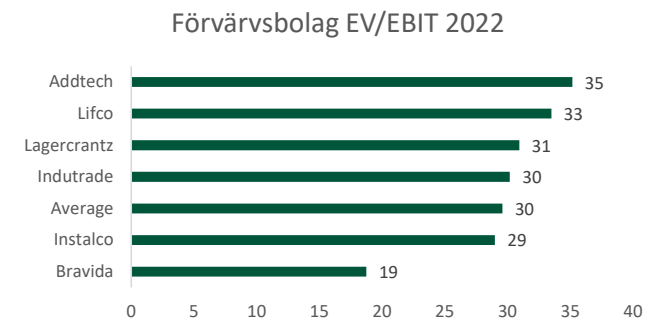
Factset, EPB

### Förvärvsbolagen handlas på P/E 35x...



Factset, EPB

### ...och EV/EBIT 30x på 2022e



Factset, EPB

## Beräkningar av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	35
2022/23e nettovinst (mkr)	656
2022/23e EPS (kr)	3,1
Motiverat värde idag (mdr kr)	23
Motiverat värde idag (kr)	108
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	30
2022/23e EBIT(A) (mkr)	915
Motiverat EV idag (mdr kr)	27
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	5,9
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,5
Total 2025/26 (mdr kr)	7,4
Total 2020/21 (mdr kr)	4,1
CAGR	13%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 180
2020/21 EBITA	616
CAGR	14%
Finansnetto	-95
Skatt	-239
2025/26 nettovinst inkl M&A	847
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	27
Motiverat P/E	30
Värde mars 2024 (mdr kr)	25
Värde per aktie mars 2024 (kr)	125
Värde per aktie idag	100
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	23
Motiverat EV/EBIT	24
EV mars 2024 (mdr kr)	28
EV nuvärde (mdr kr)	23
Senaste net debt (mdr kr)	1,3
Nuvärde (mdr kr)	22
Nuvärde per aktie (kr)	108

*EPB*

## Resultaträkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3 932</b>	<b>4 180</b>	<b>4 091</b>	<b>5 218</b>	<b>5 376</b>	<b>5 538</b>
Kostnad sålda varor	-2 488	-2 618	-2 513	-3 116	-3 197	-3 288
<b>Bruttovinst</b>	<b>1 444</b>	<b>1 562</b>	<b>1 578</b>	<b>2 102</b>	<b>2 179</b>	<b>2 249</b>
Rörelsekostnader	-993	-1 079	-1 049	-1 314	-1 351	-1 389
<b>EBIT (rapporterat)</b>	<b>451</b>	<b>483</b>	<b>529</b>	<b>788</b>	<b>828</b>	<b>860</b>
Förvärvsrelaterade avskrivningar	-68	-82	-87	-87	-87	-87
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0
<b>EBITA (justerat)</b>	<b>519</b>	<b>565</b>	<b>616</b>	<b>875</b>	<b>915</b>	<b>947</b>
<i>Marginal</i>	13,2%	13,5%	15,1%	16,8%	17,0%	17,1%
Övriga avskrivningar	-56	-152	-158	-182	-187	-192
<b>EBIT (justerat)</b>	<b>575</b>	<b>717</b>	<b>774</b>	<b>1 057</b>	<b>1 102</b>	<b>1 139</b>
Finansiella intäkter	11	14	14	14	14	14
Finansiella kostnader	-31	-37	-41	-42	-38	-33
<b>Resultat före skatt</b>	<b>431</b>	<b>460</b>	<b>502</b>	<b>761</b>	<b>804</b>	<b>841</b>
Skatter	-89	-94	-114	-167	-177	-185
Minoritetsintressen	0	0	0	-5	-5	-5
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>342</b>	<b>366</b>	<b>388</b>	<b>588</b>	<b>622</b>	<b>650</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>342</b>	<b>366</b>	<b>388</b>	<b>588</b>	<b>622</b>	<b>650</b>

*Bolaget, EPB*

## Balansräkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	1 327	1 518	1 609	1 898	1 898	1 898
Övriga immateriella tillgångar	721	758	785	717	650	582
Materiella anläggningstillgångar	266	480	586	630	675	721
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	14	18	21	21	21	21
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2 328</b>	<b>2 774</b>	<b>3 001</b>	<b>3 266</b>	<b>3 243</b>	<b>3 222</b>
Varulager	528	562	655	655	835	861
Kundfordringar	640	682	638	638	814	838
Övriga omsättningstillgångar	219	214	165	136	137	138
Likvida medel	139	117	151	150	150	150
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 526</b>	<b>1 575</b>	<b>1 609</b>	<b>1 579</b>	<b>1 936</b>	<b>1 987</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 854</b>	<b>4 349</b>	<b>4 610</b>	<b>4 845</b>	<b>5 180</b>	<b>5 209</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 204	2 567	2 938
Minoritetsintressen	0	0	0	5	10	15
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 508</b>	<b>1 684</b>	<b>1 855</b>	<b>2 209</b>	<b>2 577</b>	<b>2 953</b>
Långfristiga finansiella skulder	902	798	833	714	558	180
Pensionsavsättningar	76	76	76	76	76	76
Uppskjutna skatteskulder	212	228	263	263	263	263
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1 190</b>	<b>1 102</b>	<b>1 172</b>	<b>1 053</b>	<b>897</b>	<b>519</b>
Kortfristiga finansiella skulder	166	556	556	556	556	556
Leverantörsskulder	332	329	388	388	495	510
Skatteskulder	47	105	105	105	105	105
Övriga kortfristiga skulder	611	573	534	534	550	566
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1 156</b>	<b>1 563</b>	<b>1 583</b>	<b>1 583</b>	<b>1 706</b>	<b>1 737</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 854</b>	<b>4 349</b>	<b>4 610</b>	<b>4 845</b>	<b>5 180</b>	<b>5 209</b>

*EPB, Bolaget*

## Kassaflödesanalys

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	588	622	650
Icke kassaflödespåverkande poster	100	237	258	279	284	290
Förändringar i rörelsekapital	20	-96	136	29	-234	-20
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>462</b>	<b>507</b>	<b>782</b>	<b>896</b>	<b>672</b>	<b>921</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-80	-96	-95	-245	-251	-258
Avyttringar	7	5	5	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>389</b>	<b>416</b>	<b>692</b>	<b>651</b>	<b>420</b>	<b>663</b>
Utdelningar	-137	-179	-147	-244	-264	-285
Nyemission / återköp	-1	-17	0	0	0	0
Förvärv	-142	-260	-325	-289	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-104	18	-186	-119	-156	-378
<b>Kassaflöde</b>	<b>5</b>	<b>-22</b>	<b>34</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld</b>	<b>929</b>	<b>1 237</b>	<b>1 238</b>	<b>1 120</b>	<b>964</b>	<b>586</b>

EPB, Bolaget

## Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Organisk tillväxt	7%	0%	-4%	14%	3%	3%
Omsättningstillväxt	15%	6%	-2%	28%	3%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	19%	9%	9%	42%	5%	4%
EPS-tillväxt, justerad	20%	7%	6%	52%	6%	5%
Bruttomarginal	36,7%	37,4%	38,6%	40,3%	40,5%	40,6%
EBITDA-marginal (justerad)	14,6%	17,2%	18,9%	20,3%	20,5%	20,6%
EBITA-marginal (justerad)	13,2%	13,5%	15,1%	16,8%	17,0%	17,1%
Skattesats	21%	20%	23%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
ROE, justerad	24%	23%	22%	29%	26%	24%
ROCE, justerad	18%	17%	17%	23%	23%	23%
ROIC	18%	18%	17%	24%	24%	24%
Investeringar / omsättning	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Varulager / omsättning	13%	13%	16%	16%	16%	16%
Rörelsekapital / omsättning	21%	22%	22%	22%	22%	22%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	1,0x	0,9x	1,1x	1,0x	1,1x

Bolaget, EPB

## Finansiell ställning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoskuld	929	1 237	1 238	1 120	964	586
Soliditet	39%	39%	40%	46%	50%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	73%	67%	51%	37%	20%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,1x	0,9x	0,5x

Bolaget, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
EPS, rapporterad	1,68	1,80	1,91	2,89	3,06	3,20
EPS, justerad	1,68	1,80	1,91	2,89	3,05	3,19
FCF per aktie	1,92	2,05	3,40	3,20	2,07	3,26
Utdelning per aktie	0,83	0,67	1,00	1,20	1,30	1,40
Eget kapital per aktie	7,4	8,3	9,1	10,9	12,7	14,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	203	203	204	204	204	204

Bolaget, EPB

## Värdering

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
P/E, justerat	20x	21x	42x	35x	33x	32x
P/EK	4,5x	4,7x	8,7x	9,3x	7,9x	6,9x
P/FCF	17,4x	18,9x	23,2x	31,4x	48,7x	30,9x
Direktavkastning	2,5%	1,7%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%
Utdelningsandel, justerat	49%	37%	52%	42%	43%	44%
EV/Sales	2,0x	2,2x	4,2x	4,1x	4,0x	3,8x
EV/EBITDA, justerat	13x	13x	22x	20x	19x	18x
EV/EBIT, justerat	17x	19x	33x	27x	26x	24x
Aktiekurs, årets slut	33	39	79	101	101	101
EV, årets slut	7 697	9 080	17 320	21 573	21 417	21 039

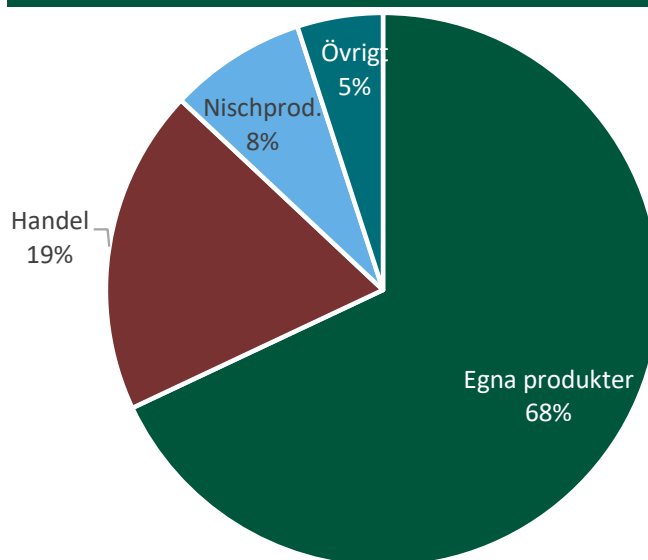
Bolaget, EPB

## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kapital
Anders Börjesson och Tisenhult-gruppen	29,3%	5,7%
SEB Investment Management	10,5%	15,0%
Swedbank Robur Fonder	8,9%	12,7%
Fidelity Investments (FMR)	4,2%	6,1%
Lannebo Fonder	3,4%	4,9%
Ordförande	Anders Börjesson	
Verkställande direktör	Jörgen Wigh	
Finansdirektör	Kristina Elfström Mackintosh	
Investerarkontakt	Kristina Elfström Mackintosh	
Hemsida	<a href="https://www.lagercrantz.com">https://www.lagercrantz.com</a>	

Bolaget, EPB

## Försäljning per produkttyp



Bolaget, EPB



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 grunda sig 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

#### 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

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. 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 fondhandlarförningens 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 be-rörda 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)