



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 20 July 2021

Midway Holding

Bra Q2, men inte så stark som det först verkade

Stark återhämtning i Q2...

Midway rapporterade organisk tillväxt på 43% och försäljningen var 18% bättre än EPBs förväntningar. Enligt bolaget var påverkan på pandemin på Q2'20 ca. 55-60 mkr vilket innebär att om man rensar Q2'21 för förvärv och om man justerar Q2'20 för pandemieffekten ser man att den starka organiska tillväxten helt beror på de svaga jämförelsetalen. Detta är fortfarande en förbättring mot Q1 vilket är positivt.

...bådar väl för framtiden även om det finns en viss osäkerhet om uthålligheten i återhämtningen

Bygg och anläggningsmarknaden i Sverige har varit gynnsam under kvartalet och Storbritannien visar på viss tillväxt. Dock känner bolaget att utfallet i stor del har präglats av ett uppdämt behov hos framför allt ett antal större kunder i Skandinavien och att uthålligheten är osäker.

Höjer estimat och motiverat värde

Trots osäkerheten fortsätter marknaden att förbättras och tillsammans med den bättre än väntade rapporten höjer vi våra estimat med i genomsnitt 12% och höjer vårt motiverade värde till 32-33 kr från 29-30 kr). På kort sikt är den bättre marknaden positiv och på sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	32.00 - 33.00	
EPS, just 21e	2.02	1.74	16.3%	Sales,m	588	815	926	982	Current price	SEK23.80
EPS, just 22e	2.75	2.48	10.7%	Sales Growth	(26.1)%	38.5%	13.6%	6.1%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.26	2.96	10.1%	EBITDA, m	66	134	174	198		
				EBIT, m	8.0	69.2	105.8	122.4		
				EPS, adj	0.08	2.02	2.75	3.26		
				EPS Growth	NM%	NM%	35.9%	18.6%		
				Equity/Share	17.2	19.3	21.6	24.1		
				Dividend	0.00	0.50	0.80	0.90		
				EBIT Marginal	1.4%	8.5%	11.4%	12.5%		
				ROE (%)	(0.1)%	11.0%	13.4%	14.3%		
				ROCE	1.8%	12.5%	13.9%	14.4%		
				EV/Sales	1.57x	1.14x	1.00x	0.94x		
				EV/EBITDA	13.9x	6.9x	5.3x	4.7x		
				EV/EBIT	115.8x	13.4x	8.8x	7.6x		
				P/E, adj	295.1x	11.8x	8.7x	7.3x		
				P/Equity	1.4x	1.2x	1.1x	1.0x		
				Dividend yield	0.0%	2.1%	3.4%	3.8%		
				FCF yield	(0.7)%	(7.6)%	9.9%	6.6%		
				Net Debt/EBITDA	0.5g	1.4g	0.8g	0.6g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-22
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-04
Delårsrapport Q1 2022	2022-04-28

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	27.3m
Market cap	650
Nettoskuld	276
EV	926
Avg. No. of Daily Traded Sh.	36.9(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Bra Q2, men inte så stark som det först verkade

Investment Case

Midway är ett investmentbolag som successivt genomfört en metamorfos till att bli ett fokuserad industribolag. Det största innehavet HAKI förväntas generera mer jämn tillväxt och högre marginaler, understött av ett strategiskifte i bolaget. Understött av en stor minskning av koncernens nettoskuld har HAKI börjat förvärva bolag, där brittiska Vertemax som adderades under Q1 2021 är det senaste tillskottet. Efter ett stort försäljningstapp 2020 ser vi därför framför oss en betydligt ljusare framtid under kommande år.

Från konglomerat till fokuserad industrialist

Midway har genomgått en metamorfos från konglomerat till industrialist. På fem år har man gått från 14 innehav till fyra: HAKI, NOM Holding, FAS Converting och Landqvist. HAKI är en av Nordens ledande aktörer inom ställningssystem och det innehav som Midway kommer koncentrera resurserna på framöver, vilket kommer göra bolagets profil som fokuserat industribolag ännu tydligare.

Strategiskifte i HAKI mot högre lönsamhet och förvärvsdriven tillväxt

HAKI har de senaste åren genomgått ett strategiskifte med målet att ompositionera bolagets organisation och erbjudande för mer jämn tillväxt och högre uthållig lönsamhet. Detta bör leda till högre marginaler och bättre kassaflöden. De sistnämnda tror vi kommer användas för utdelningar samt tilläggsförvärv inom HAKI, vilket kommer stärka bolagets marknadsposition ytterligare.

Cyklisk marknad men tydliga underliggande drivkrafter

HAKI är beroende av byggkonjunkturen samt till viss del även investeringsnivåerna inom olje- och gassektorn, men ökande arbetskraftskostnader och ökat fokus på säkerhet driver en underliggande efterfrågan på bolagets lösningar oräknat konjunktur. En mer balanserad slutkundsportfölj med ökat fokus på infrastruktur och industriservice kommer också minska cykikaliteten och ge HAKI förutsättningar att visa jämnare tillväxt över tid.

Starkare finansiell ställning ger möjligheter

Midway har sedan 2015 gått från en nettoskuld på 641 mkr till 30 mkr 2020, vilket skapat möjligheter för förvärv och framöver potentiellt också återupptagen utdelning. HAKI har nu genomfört två förvärv under den nya strategin, och vi tror att fler kan komma. För att finansiera detta krävs dock förmodligen att man avyttrar ett eller flera innehav i portföljen, vilket därmed kan bli en katalysator för renodling av koncernen.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 32-33 kr per aktie. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en sum of the parts-kalkyl baserad på relativvärdering av HAKI och observerade förvärvsmultiplar för övriga innehav. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för HAKI, samtidigt som nettoskulden ökat betydligt efter det senaste genomförda förvärvet.

Kvartalet i detalj

Den organiska tillväxten drivs av Safe Access Solutions och HAKI. I HAKI var det framför allt Skandinavien och i synnerhet Sverige som stod bakom den organiska tillväxten (77% för Safe Access Solutions). Bilden av återhämtningen är dock splittrad - det är framför allt ett fåtal större kunder i Skandinavien som står för återhämtningen och detta är delvis en effekt av ett uppdämt behov i marknaden. Marknadsläget i Sverige är positivt. Den stora risken på kort sikt är om materialförsörjningsproblem i större bygg- och anläggningsprojekt leder till uppskjutna byggstartar. EBIT-marginalen förbättrades till 13,4% från 1,4%, delvis beroende på Vertemex - det Brittiska förvärvet som konsoliderades 1 mars - som hade en marginal på 17% i kvartalet.

Industrial Services omsättning och EBIT var i linje med föregående år.

Finansnettot påverkades positivt med 10 mkr till följd av omräkning av koncernens tillgångar och skulder i utländsk valuta, drivet av en förstärkning av GBP och NOK mot SEK. Detta förklarar den stora ökningen av nettoresultatet under kvartalet (från -5 mkr i Q1 2020 till 15 mkr).

Estimatförändringar

Med bakgrund av den bättre än väntade rapporten höjer vi våra EPS-estimat för 2023-2024 med i genomsnitt 12%. I våra prognoser kring nettoskuldssättning har vi antaget att man kommer betala full tilläggsköpeskilling för Vertemax, innebärande att såväl denna som säljarreversen med anledning av förvärvet ligger med i estimaten för nettoskuld.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	815	926	982	1 027
Tillväxt	39%	14%	6%	5%
EBIT (justerad)	69	106	122	129
Rörelsemarginal (justerad)	8,5%	11,4%	12,5%	12,6%
EPS (justerad)	2,02	2,75	3,26	3,47
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	785	889	943	985
Tillväxt	33%	13%	6%	5%
EBIT (justerad)	60	99	115	121
Rörelsemarginal (justerad)	7,7%	11,2%	12,2%	12,3%
EPS (justerad)	1,74	2,48	2,96	3,16
DPS	0,50	0,80	0,90	1,00

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättning	4%	4%	4%	4%
EBIT (justerad)	15%	6%	7%	7%
EPS (justerad)	16%	11%	10%	10%
DPS	0%	0%	0%	0%

Värdering

Med de högre estimaten ser vi nu ett motiverat per aktie på 32-33 kr jämfört med 29-30 kr tidigare. På sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta att genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Midway värderas fortsatt till en rabatt mot jämförbara bolag (framförallt om man blickar mot 2022-2023), vilka förvisso är större men som inte förväntas visa samma höga EPS-tillväxt under kommande år.

Jämförbara bolag

Bolag	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	4%	9%	5%	33%	36%	36%	12%	14%	15%	39%	27%	17%
Balco	-1%	24%	10%	25%	25%	25%	11%	12%	12%	1%	38%	10%
Lindab	15%	4%	4%	32%	30%	29%	11%	12%	12%	32%	7%	5%
Nordic Waterproofing	9%	4%	3%	29%	28%	28%	11%	10%	10%	9%	0%	4%
Medel	7%	10%	6%	30%	30%	30%	11%	12%	12%	20%	18%	9%
Median	7%	7%	4%	30%	29%	29%	11%	12%	12%	21%	17%	7%

<i>Midway (EPB est)</i>	39%	14%	6%	33%	36%	36%	8%	11%	12%	nm	36%	19%
-------------------------	-----	-----	----	-----	-----	-----	----	-----	-----	----	-----	-----

Bolag	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	2,1x	1,9x	1,8x	17,4x	13,9x	12,1x	21,3x	16,8x	14,3x	1,3x	0,7x	0,3x
Balco	2,1x	1,7x	1,5x	19,1x	14,0x	12,6x	24,2x	17,5x	15,9x	0,3x	0,1x	-0,2x
Lindab	1,9x	1,9x	1,8x	16,9x	15,8x	15,2x	21,3x	19,9x	19,0x	0,9x	0,5x	0,1x
Nordic Waterproofing	1,5x	1,4x	1,4x	13,9x	13,8x	13,3x	15,9x	15,9x	15,2x	0,8x	0,5x	0,2x
Medel	1,9x	1,7x	1,6x	16,9x	14,4x	13,3x	20,7x	17,5x	16,1x	0,8x	0,4x	0,1x
Median	2,0x	1,8x	1,7x	17,2x	13,9x	12,9x	21,3x	17,2x	15,6x	0,8x	0,5x	0,2x

<i>Midway (EPB est)</i>	1,0x	0,8x	0,8x	12,1x	7,4x	6,2x	11,8x	8,7x	7,3x	1,4x	0,8x	0,6x
-------------------------	------	------	------	-------	------	------	-------	------	------	------	------	------

Factset, EPB

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	815	926	982	1 027
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-545	-591	-628	-649
Bruttovinst	352	260	257	254	173	270	335	354	378
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109	-87				
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-62	-189	-227	-230	-247
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12	-16				
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	9	-12	-2	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	69	106	122	129
Finansiella intäkter	17	10	6	9	3	10	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-21	-10	-11	-10	-10
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-2	70	95	112	119
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-15	-19	-23	-25
Nettoresultat avvecklad verksamhet	-38	13	-45	-17	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	55	75	89	95
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	-1	55	75	89	95

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	34	34	20	30	29	218	218	218	218
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13	15				
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275	248				
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	36	327	363	396	427
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0				
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0				
Summa anläggningstillgångar	439	412	366	395	329	545	581	614	645
Varulager	449	352	252	192	169				
Kundfordringar	243	218	153	175	139	345	369	383	392
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	33	92	138	129	162
Summa omsättningstillgångar	747	663	514	406	341	437	507	512	554
SUMMA TILLGÅNGAR	1 186	1 075	879	802	669	982	1 088	1 126	1 199
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	412	389	390	481	471	529	590	657	728
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	412	390	390	481	471	529	590	657	728
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	49	180	200	230	230
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	14	14	14	14	14
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	8	12	11	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	490	480	301	193	63	194	214	244	244
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder									
Skatteskulder	284	206	188	128	136	259	284	225	228
Övriga kortfristiga skulder									
Summa kortfristiga skulder	284	206	188	128	136	259	284	225	228
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 186	1 075	879	802	669	982	1 088	1 126	1 199

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	55	75	89	95
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	69	68	75	82
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-2	25	-13	-7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	121	168	152	170
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-171	-104	-109	-113
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-49	64	43	57
Utdelningar	0	0	0	-14	0				
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0				
Förvärv	0	0	0	0	0	108	-18	-52	-25
Lånefinansiering och övriga justeringar	-127	-6	-151	-89	-119				
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	-4	20	76	-22	0				
Kassaflöde	9	36	21	-60	-6	59	47	-9	33
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	102	76	114	82

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	-0,02	2,00	2,75	3,26	3,47
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,08	2,02	2,75	3,26	3,47
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	-0,12	-1,80	2,35	1,57	2,10
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,80	0,90	1,00
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,2	19,3	21,6	24,1	26,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,5	24,5	24,5	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättningstillväxt	9%	-21%	-42%	4%	-26%	39%	14%	6%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-87%	765%	53%	16%	5%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-96%	2408%	36%	19%	6%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	33,1%	36,2%	36,1%	36,8%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	11,3%	16,4%	18,8%	20,1%	20,5%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	1,4%	8,5%	11,4%	12,5%	12,6%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	9%	18%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	0%	11%	13%	14%	14%
ROCE, justerad	4%	0%	9%	10%	2%	13%	14%	14%	14%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	0%	9%	11%	12%	11%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	96	158	79	84	87
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	16%	19%	9%	9%	9%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	19%	20%	24%	23%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	27%	27%	33%	24%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	24%	28%	28%	30%	30%	21%	16%	16%	16%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (mkr)	426	378	181	143	30	186	136	114	82
Nettoskuld (mkr, ex IFRS 16)	426	378	181	91	-5	53	27	65	33
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	54%	54%	58%	61%
Nettoskuldssättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	35%	23%	17%	11%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,5x	1,4x	0,8x	0,6x	0,4x

Bolaget, EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	43,4x	neg	8,2x	10,7x	213,9x	11,8x	8,7x	7,3x	6,9x
P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	1,1x	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	38,1x	20,4x	3,7x	neg	neg	neg	10,1x	15,1x	11,3x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	2,1%	3,4%	3,8%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	25%	29%	28%	29%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x	0,9x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA (adj)	11,5x	16,5x	4,7x	5,5x	7,6x	6,3x	4,5x	3,9x	3,5x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	62,7x	12,1x	7,4x	6,2x	5,7x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	17,3	23,8	23,8	23,8	23,8
EV, årets slut	906	773	524	690	502	836	786	765	732

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 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 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