



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sweden | 23 September 2021

Beijer Electronics Group

Höjer marginalantagandena i Beijer Electronics

Upplagd för smash även om komponenterna ger kortsiktig osäkerhet

Beijer går in i hösten med sin högsta orderbok någonsin samtidigt som komponentbristen gör att leveranserna laggar. I takt med att försäljningen kommer i kapp borde vi se bra hävstång på resultatet och vi räknar med bra vinstmomentum kommande kvartal.

Ökad konfidens efter bolagsbesök

Vi har besökt Westermo, Beijer Groups största affärsenhet, och fick ökad konfidens om Beijers framtid. Tåg, spår och energi (55% av Westermos omsättning) växer alla med höga ensiffriga eller tvåsiffriga tal och vi räknar med expansion av bruttomarginalen då mixen förbättras. Samtidigt är ledningen fortsatt konfident om Beijer Electronics (den näst största affärsenheten) återhämtning i närtid samt på medellång sikt.

Höjer estimat och motiverat värde

Med bakgrund av den starka orderboken och ledningens konfidens höjer vi våra marginalestimat för Beijer Electronics från 11% till 13% 2025 vilket leder till 13-15% högre EPS-estimat 2022e-2023e och en höjning av vårt motiverade värde från 65-71 kr till 74-79 kr.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	74.00 - 79.00	
EPS, just 21e	1.05	1.05	0.0%	Sales,m	1,438	1,591	1,869	2,146	Current price	SEK60.00
EPS, just 22e	3.07	2.73	12.5%	Sales Growth	(7.8)%	10.6%	17.5%	14.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	5.13	4.46	15.1%	EBITDA, m	164	190	297	402	<div data-bbox="1085 1512 1476 1556" style="background-color: #004a33; color: white; padding: 2px;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div data-bbox="119 1556 518 1601" style="background-color: #004a33; color: white; padding: 2px;">Kommande händelser</div>				EBIT, m	15.8	54.2	137.3	218.7		
				EPS, adj	0.35	1.05	3.07	5.13		
Delårsrapport Q3 2021 Delårsrapport Q4 2021				EPS Growth	(84.7)%	204.0%	192.7%	67.1%		
				Equity/Share	22.4	23.3	26.3	31.3		
<div data-bbox="119 1713 518 1758" style="background-color: #004a33; color: white; padding: 2px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				Dividend	0.00	0.30	0.65	1.00		
				EBIT Marginal	1.1%	3.4%	7.3%	10.2%		
Antal aktier				ROE (%)	1.4%	5.0%	13.5%	19.5%		
				Market cap	28.6m	1,718	1,199	1,049		
Nettoskuld				ROCE	2.1%	3.6%	8.7%	13.6%		
				EV	504	2,222	1,199	1,049		
Avg. No. of Daily Traded Sh.				EV/Sales	13.5x	11.7x	7.5x	5.5x		
				EV/EBITDA	140.5x	41.0x	16.2x	10.2x		
Reuters/Bloomberg				EV/EBIT	173.8x	57.1x	19.5x	11.7x		
				P/E, adj	2.7x	2.6x	2.3x	1.9x		
BELE.ST/BELE SS				P/Equity	0.0%	0.6%	1.3%	2.0%		
				Dividend yield	9.6%	4.5%	8.8%	14.3%		
BELE				FCF yield	3.1g	3.2g	1.8g	1.1g		
				Net Debt/EBITDA						

Analytiker

markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Höjer marginalantagandena i Beijer Electronics

Investment Case

Beijer Electronics Group ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi ser tvåsiffrig tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg mot sina mål – att växa omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin har Beijer Group anpassat kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi låg tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2025e) och ser fördubblingspotential för aktien givet tecken på att bolaget börjar uppfylla sina målsättningar. Westermo, Beijer Groups största affärsområde, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Beijers Groups näst största affärsenhet, är nyckeln till både att nå sina målsättningar och att lyfta aktien.

Bolags profil

Beijer Electronics Group (Beijer) är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak Ethernetswitchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har 825 anställda. Under 2020 omsatte man 1,4 mdkr.

Bolaget har tre affärsenheter, Westermo, Beijer Electronics och Korenix, och Europa står för 63% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största kundsegmenten.

Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Beijer Electronics Group. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten framför allt på ställverksidan sätter vi våra målmultiplar på 2025e och nuvärdesberäknar sedan värdena. I vår SOTP använder vi 13–14x EBIT vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden och i vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 74–79 kr.

På grund av historiken reflekterar vår värdering inte att bolaget når sitt marginalmål (15%). Samtidigt tror vi att orderingången indikerar att koncernen är på väg att nå kritisk massa, vilket borde lyfta marginalerna. För att illustrera detta har vi gjort ett bull case där vi har brutit ut komponenterna. Om till exempel Beijer Electronics skulle nå sitt marginalmål till 2025e så finns det ytterligare 10 kr uppsida i aktien. Vårt bull case visar att om Beijer Electronics skulle nå 14% marginal 2025e (16% för Westermo, 15% för Beijer Electronics och 10% för Korenix) så är aktien värd 85 kr och om försäljningen dessutom blir bättre än vad vårt huvudscenario visar (16% försäljnings-CAGR mot 12% i vårt huvudscenario, 16% för Beijer Electronics mot 10% och 15% för Korenix mot 9%) så finns det uppsida till 121 kr baserat på vår SOTP.

Ökad konfidens efter bolagsbesök

Vi har besökt Westermo, den största delen av Beijer Group, och lämnade med en ökad konfidens om Beijers framtid. Westermo kom in i koncernen 2008 och växte 12% i genomsnitt 2010-2015 och 13% 2015-2020.

En stor del av omsättningen växer strukturellt - tåg står för 30% av omsättningen, spår för 18% och energi för 17%.

- Tåg växer med 5-10% per år och drivs av urbanisering och klimatsatsningar. På kort sikt kommer tågtrafiken öka när ekonomierna öppnar upp efter pandemin och industrin gynnas dessutom av infrastruktursatsningarna i spåren av pandemin
- Spår växer med mer än 10% per år och försäljningen drivs av behoven att rusta upp den åldrande infrastrukturen, digitalisering samt stora investeringar i upprustning av spåren
- Energisektorn växer med cirka 10% per år och drivs av kapacitetsinvesteringarna och upprustning av elnäten

Vi tror att Westermo kommer växa snabbare än marknaden i samtliga segment och med snabbare tillväxt i spår och energi än i tåg så ser vi dessutom uppsida i bruttomarginalerna - vi tror att bruttomarginalerna är lägre i tåg än vad de är i spår och energi. Vi ser 12% genomsnittlig tillväxt per år de kommande fem åren och ser uppsida från växande eftermarknad - eftermarknaden står bara för 5% av omsättningen - samt tillväxt i Nordamerika där Westermo kommer att fokusera på att accelerera energisegmentet.

För Beijer Electronics, den näst största affärsenheten, upprepade ledningen sin konfidens om att affären kommer att accelerera framöver. Tillsammans med den starka ordergången känner vi oss säkrare på att de kommer att lyckas leverera och vi höjer våra marginalantaganden från 11% till 13% för 2025, vilket fortfarande är lägre än målet på 15%.

Starkaste ordergången någonsin bäddar för bra momentum i H2 och in i 2022

Med bred återhämtning i alla affärsegment och i alla regioner rapporterade Beijer Group den starkaste ordergången någonsin i Q2 och orderboken är av hög kvalitet. Med stark efterfrågan och en bra pipeline tror vi på fortsatt bra momentum i affären kommande kvartal.

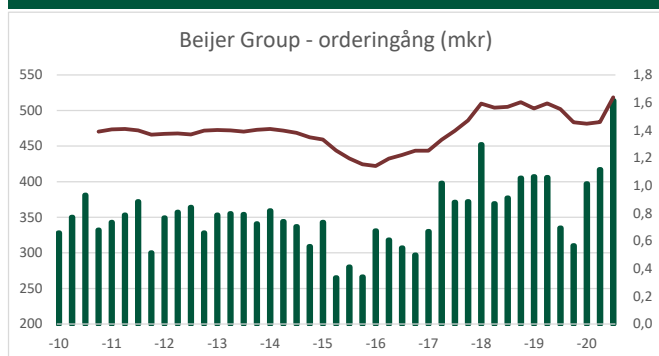
Samtidigt laggade omsättningen från komponentbrist vilket gjorde att försäljningen var 11-12% lägre än den skulle varit om det funnits god tillgång till komponenter. I kombination med stark ordergång och efterfrågan ledde detta till den högsta backloggen någonsin och book-to-bill var 1.32x i kvartalet och 1.15x annualiserat (rullande tolv månader). Komponentbristen kommer bestå på kort sikt - bolaget uttryckte det som att de inte ser någon ljusning - men vi borde ändå se en viss återhämtning under andra halvåret och samt en normalisering under H1 2022. Vi borde ändå se bra momentum i försäljningen framöver.

Den lägre försäljningen tyngde resultatet i kvartalet men med accelererande momentum framöver bör det noteras att detta är tillfälligt. Den fasta kostnadsbasen är fast och det kommer räcka med högre volymer för att lyfta resultatet.

För att illustrera dynamiken kan effekten på resultatet från komponentbristens påverkan på försäljningen användas. Beijer Group har en bruttomarginal på ca 50% vilket innebär att bortfallet av 50 mkr i omsättning gav ett bortfall på bruttovinst på ca 25 mkr allt annat lika. De operativa kostnaderna är fasta vilket innebär att effekten på EBIT skulle även det ha varit 25 mkr högre grovt räknat, vilket kan jämföras med de 10 mkr som Beijer redovisade.

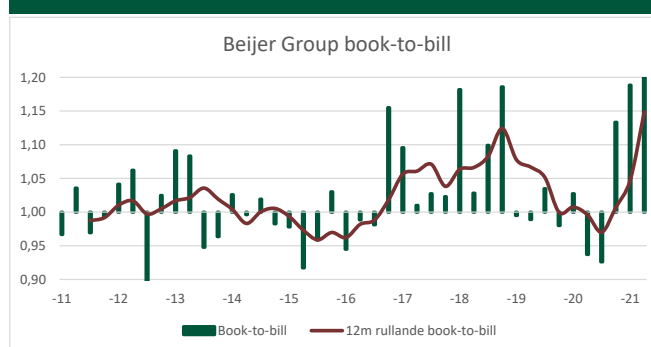
Sammanfattningsvis lär accelerationen i omsättning de kommande 2-4 kvartalen ledan till en kraftig förbättring av marginalen.

Högsta orderingsången någonsin



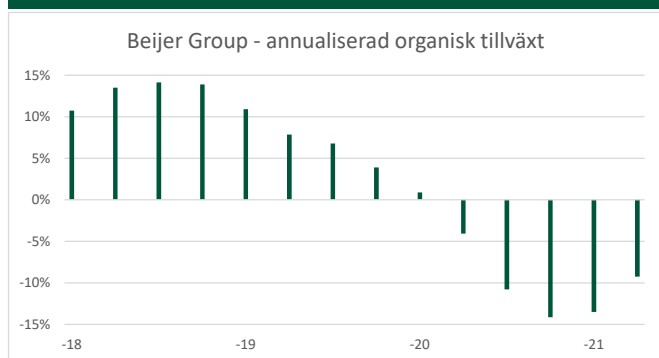
Bolaget, EPB

Den starka orderingsången bäddar för bra momentum



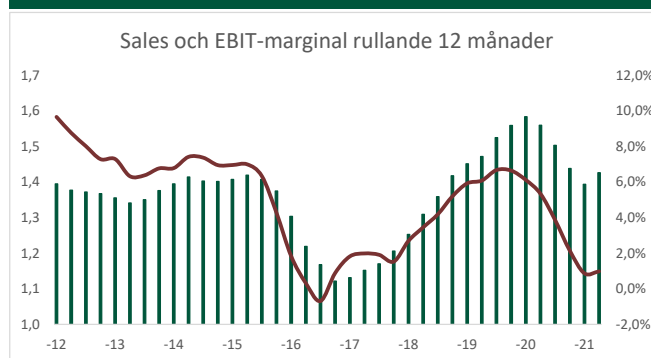
Bolaget, EPB

Den organiska tillväxten har vänt



Bolaget, EPB

Marginalen har vänt upp



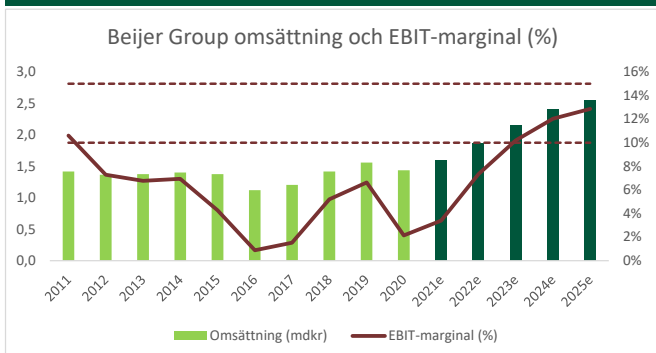
Bolaget, EPB

Betydande uppsida i aktien även med konservativa estimat

Med strukturell tillväxt i cirka 80% av affären och med stark tillväxt bland annat i energisegmentet - Energi (framför allt försäljning till ställverk inom Westermo, Beijer Groups största affärsenhet med cirka hälften av koncernens försäljning) har på fem års sikt potentialen att bli lika stor som Tåg - ser vi 12% CAGR i omsättningen 2020-2025e. Detta kommer driva marginalerna och vi ser 13% marginal 2025e vilket motsvarar mer än 60% EBIT CAGR de kommande fem åren.

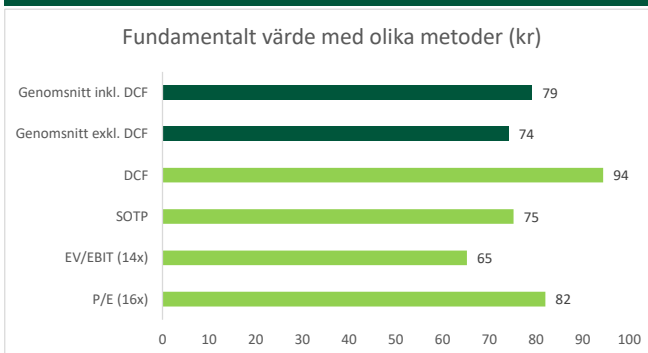
Med Westermo värderat till mer än hela bolaget ger vår SOTP ger en värdering på 75 kr per aktie. Med tanke på den svaga historiken har i valt att vara konservativa i våra estimat - vi har 13% marginal 2025e i våra estimat - men ser ändå betydande uppsida i aktien. Om vi leker med tanken att Beijer Electronics, den näst största affärsenheten, skulle nå marginalmålet på 15% ser vi ytterligare 7 kr uppsida i värderingen.

Vi ser 13% marginaler 2025



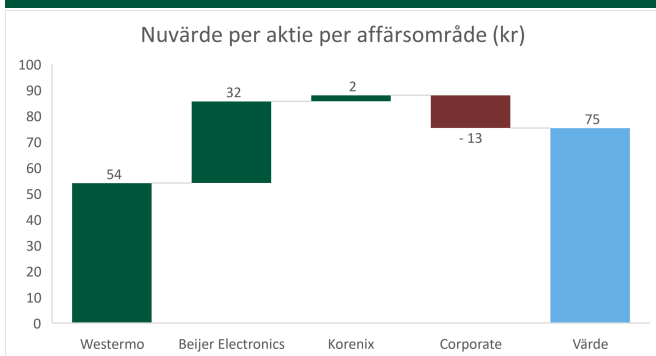
Bolaget, EPB

74 utan DCF och 79 kr med



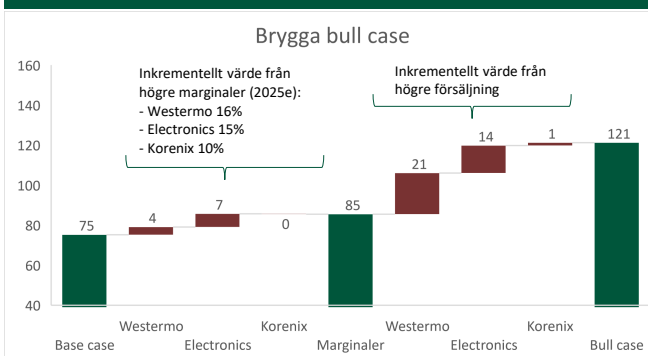
Bolaget, EPB

Westermo står för den största delen av värdet



Bolaget, EPB

Ytterligare uppsida om Electronics när 15% marginal



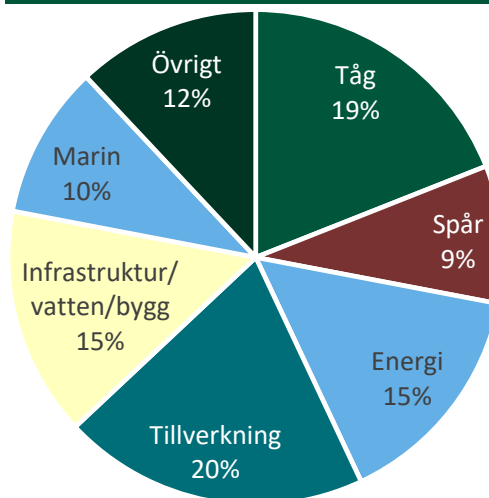
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Stena	29,4%
Svolder	15,1%
Nordea Fonder	10,2%
Fjärde AP-fonden	9,6%
Cliens	3,6%
Ordförande	Bo Elisson
Verkställande direktör	Per Samuelsson
Finansdirektör	Joakim Laurén
Investerarkontakt	n.a
Hemsida	https://www.beijergroup.com

Holdings, EPB

Omsättning per kundsegment



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	1 417	1 559	1 438	1 591	1 869	2 146
Kostnad sålda varor	-706	-748	-724	-781	-844	-908
Bruttoresultat (rapporterat)	711	810	713	809	1 024	1 237
Försäljning och administration	-503	-549	-508	-562	-660	-757
Forskning och utveckling	-136	-161	-187	-207	-243	-279
Övriga rörelsekostnader	2	3	-3	14	16	18
EBIT (rapporterat)	74	103	16	54	137	219
Jämförelsestörande poster	0	0	-15	0	0	0
EBIT (justerat)	74	103	31	54	137	219
EBIT-marginal	5,2%	6,6%	2,1%	3,4%	7,3%	10,2%
Avskrivningar	-77	-124	-148	-136	-160	-183
EBITDA (rapporterat)	151	227	179	190	297	402
EBITDA (justerat)	151	227	194	190	297	402
Finansiella intäkter	2	2	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-13	-14	-22	-13	-15	-14
Resultat före skatt	63	92	-6	42	123	206
Skatter	-20	-27	0	-9	-27	-45
Minoritetsintressen	0	0	0	-2	-7	-12
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	30	89	149
Nettoresultat (justerat)	44	65	10	30	89	149

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	525	807	725	830	830	830
Övriga immateriella tillgångar	264	281	308	308	308	308
Materiella anläggningstillgångar	91	204	195	195	195	195
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	54	53	61	61	61	61
Summa anläggningstillgångar	934	1 346	1 289	1 394	1 394	1 394
Varulager	178	215	213	235	276	317
Kundfordringar	251	304	208	231	271	311
Övriga omsättningstillgångar	59	56	53	55	59	62
Likvida medel	94	122	121	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	581	697	595	651	736	820
SUMMA TILLGÅNGAR	1 515	2 042	1 884	2 045	2 130	2 214
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	653	684	637	661	739	870
Minoritetsintressen	4	4	4	6	13	25
Summa eget kapital	657	689	641	667	752	895
Långfristiga finansiella skulder	300	486	469	574	521	409
Pensionsavsättning	131	170	168	168	168	168
Uppskjutna skatteskulder	50	56	59	59	59	59
Övriga långfristiga skulder	9	105	108	108	108	108
Summa långfristiga skulder	491	816	804	909	856	744
Kortfristiga finansiella skulder	75	223	156	156	156	156
Leverantörsskulder	111	126	106	117	137	158
Skatteskulder	7	7	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	175	181	170	188	220	253
Summa kortfristiga skulder	368	537	439	468	522	575
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 515	2 042	1 884	2 045	2 130	2 214

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	30	89	149
Icke kassaflödespåverkande poster	91	140	155	141	174	207
Förändringar i rörelsekapital	-26	-21	45	-17	-32	-31
Kassaflöde från den operationella verksamheten	109	183	194	154	231	324
Investeringar i anläggningstillgångar	-93	-97	-82	-91	-106	-122
Fritt kassaflöde	17	86	112	63	124	202
Förvärv och avyttringar	-1	-238	0	-105	0	0
Utdelningar	0	-14	0	-9	-19	-29
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-14	191	-101	60	-106	-173
Kassaflöde	1	25	11	9	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	4	3	-12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	280	587	504	600	547	435

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Organisk tillväxt	14%	4%	-14%	11%	16%	15%
Omsättningstillväxt	18%	10%	-8%	11%	17%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	137%	32%	-58%	47%	113%	52%
EPS-tillväxt, justerad	-790%	48%	-85%	204%	193%	67%
Bruttomarginal	50%	52%	50%	51%	55%	58%
EBITDA-marginal (justerad)	10,6%	14,6%	12,5%	11,9%	15,9%	18,7%
EBIT-marginal (justerad)	6,3%	7,6%	3,5%	4,6%	8,4%	11,1%
Skattesats	31%	29%	-4%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE, justerad	7%	10%	1%	5%	14%	19%
ROCE, justerad	7%	8%	2%	4%	9%	14%
ROIC	5%	6%	2%	3%	7%	12%
Investeringar / omsättning	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Varulager / omsättning	13%	14%	15%	15%	15%	15%
Rörelsekapital / omsättning	13%	16%	13%	13%	13%	12%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	1,0x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoskuld	280	587	504	600	547	435
Soliditet	43%	34%	34%	33%	35%	40%
Nettoskuldsättningsgrad	43%	85%	79%	90%	73%	49%
Nettoskuld / EBITDA	1,9x	2,6x	2,8x	3,2x	1,8x	1,1x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EPS, rapporterad	1,52	2,27	-0,20	1,06	3,11	5,19
EPS, justerad	1,52	2,25	0,35	1,05	3,07	5,13
FCF per aktie	0,62	3,29	3,92	2,20	4,35	7,04
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,00	0,30	0,65	1,00
Eget kapital per aktie	23,0	24,1	22,4	23,3	26,3	31,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E, justerat	23,8x	31,2x	117,9x	57,1x	19,5x	11,7x
P/EK	1,6x	2,9x	1,8x	2,6x	2,3x	1,9x
P/FCF	58,7x	21,3x	10,4x	27,2x	13,8x	8,5x
FCF-yield	2%	5%	10%	4%	7%	12%
Direktavkastning	1,4%	0,0%	0,0%	0,5%	1,1%	1,7%
Utdelningsandel, justerad	33%	0%	0%	29%	21%	19%
EV/Sales	0,9x	1,7x	1,2x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	8,7x	11,4x	9,3x	12,2x	7,6x	5,4x
EV/EBIT, justerat	17,8x	25,1x	54,2x	42,8x	16,5x	9,8x
Aktiekurs, årets slut	36,2	70,2	40,7	60,0	60,0	60,0
EV, årets slut	1 316	2 595	1 670	2 318	2 265	2 153

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