



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sweden | 14 October 2021

Medicover

Bra marknadsläge

Vi skruvar upp

Bolagets rapport för Q3'21 släpps före börsens öppning den 3 november. Vi förväntar oss en bra rapport drivet av en fortsatt stark ekonomisk återhämtning på bolagets marknader, pågående normalisering inom sjukvården, ökande testvolymerna för covid-19 runt om i Europa, och ett antal mindre genomförda förvärv. Våra förväntningar inför Q3-rapporten justeras upp till en nettoomsättning på 328,0 EUR m från 316,4 EUR m.

Högt tryck inom covid-testning

Sedan augusti i år har vi sett att smittspridningen av covid-19 och testning för sjukdomen återigen tagit fart på fler nyckelmarknader där Medicover agerar. Hårdast drabbade är Rumänien och Ukraina där andelen vaccinerade av befolkningen har fortsatt vara låg. Även den viktiga tyska marknaden (ca 50 procent av omsättningen inom Diagnostic Services) har visat en fortsatt höga testningsnivåer av covid-19 under Q3'21.

Solitt tillväxtcase

Medicover är ett välskött kvalitetsbolag, aktivt på snabbväxande hälsovårdsmarknader och 2021 förväntas bli ett nytt rekordår med tillväxt på >30 procent. Vi anser att våra prognoser ännu är konservativa och det kan finnas uppsida i estimaten för Q4'21 och framåt. I nuläget väjer vi dock att avvakta Q3-rapporten innan vi gör ytterligare prognosförändringar.

Inför rapporten uppgår vårt motiverade värde till 275-280 kr.

Estimatändring (EUR)			Prognos (EUR)						Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	275.00 - 280.00	
EPS, just 21e	0.74	0.72	1.9%	Sales,m	998	1,322	1,349	1,468	Current price	€24.61
EPS, just 22e	0.58	0.58	0.0%	Sales Growth	18.2%	32.5%	2.0%	8.8%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	0.64	0.64	0.0%	EBITDA, m	158	265	244	265	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, m	61.3	162.0	132.2	145.7		
				EPS, adj	0.18	0.74	0.58	0.64		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (EURm)</div>				EPS Growth	8.0%	299.8%	(20.6)%	10.4%		
				Equity/Share	3.2	3.9	4.4	4.9		
Antal aktier	150.7m			Dividend	0.07	0.12	0.16	0.20		
Market cap	3,709			EBIT Marginal	6.1%	12.2%	9.8%	9.9%		
Nettoskuld	328			ROE (%)	5.6%	18.5%	13.0%	13.0%		
EV	4,038			ROCE	9.4%	21.1%	15.5%	15.8%		
Free Float	40.00%			EV/Sales	4.05x	3.05x	2.99x	2.75x		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	68.0(k)			EV/EBITDA	25.6x	15.2x	16.5x	15.2x		
Reuters/Bloomberg	MCOVb.st/MCOVb ss			EV/EBIT	65.9x	24.9x	30.5x	27.7x		
				P/E, adj	133.7x	33.4x	42.1x	38.2x		
				P/Equity	7.7x	6.3x	5.6x	5.0x		
				Dividend yield	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%		
				FCF yield	1.1%	3.7%	4.4%	4.5%		
				Net Debt/EBITDA	0.8g	0.3g	0.1g	(0.2)g		

Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Bra marknadsläge

Investment Case

Medicover har en imponerande historik av tillväxt och vi ser i nuläget inga hinder för att denna utveckling ska kunna fortsätta under många år framåt. Globalt finns en tydlig trend av ökad andel äldre i befolkningarna och med det kommer ökat behov av hälsovård. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården i Östeuropa och Indien är underutbyggd och underfinansierad. Detta är länder med stark ekonomisk utveckling jämfört med mogna ekonomier. Det ligger bakom en utveckling med en växande medelklass som efterfrågar bättre hälsovård, vilket Medicover kan erbjuda när den offentligt finansierade vården inte räcker till.

Vi anser att bolagets goda tillväxtförutsättningar inte fångas på nuvarande kursnivåer. Därtill ger den starka balansräkningen utrymme för betydande förvärv vilket kan ge bränsle för högre tillväxt än vad vi räknat med i våra prognoser. Vi bedömer riskerna i verksamheten som låga, då hälsovård generellt visats motståndskraftigt mot svängningar i ekonomin samt bolagets goda historik av att hantera kriser.

Bolagsprofil

Medicover är en leverantör av vård- och diagnostiktjänster med verksamhet i framför allt Central- och Östeuropa samt i Indien. Bolagets tre största marknader är Polen, Tyskland och Rumänien, vilka stod för omkring 75 procent av nettoomsättningen under 2020. Bolagets nettoomsättning på rullande tolv månadersbasis uppgår till drygt EUR 1,2 mdr med ett EBITDA på EUR 240 m. Intäkterna är relativt jämt fördelade mellan bolagets två divisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. Inom affärsområdena ingår över 32 000 medarbetare. Medicover leds av ett erfaret och starkt team, där vd och CFO varit intakta under merparten av bolagsresan, som över tid levererat tillväxt högre än sina underliggande marknader.

Värdering

Vår värdering av Medicover stödjer sig mot en DCF-värdering och en multipelvärdering. DCF-modellen baseras på explicita estimat tio år framåt för vardera affärsdivision och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 6,7 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 280 kr per aktie.

Multipelvärderingen utgår ifrån EV/EBITDA-multipel för 2022 och 2023 som uppgår till 18,6x respektive 15,9x. Spannet ger en värdering på 266 kr till 289 kr. Vi använder ett medelvärde för dessa två år för relevanta jämförbara bolag (se tabell initieringen). Anledningen till att vi använder ett medelvärde är för att minska påverkan av tillfälliga covid-19-effekter och väga in brutna räkenskapsår, vilket gäller för de två indiska bolagen. Vår multipelvärdering ger ett värde på 278 kr.

Vårt motiverade värde uppgår till 275-280 kr.

Höjda förväntningar

Inför bolagets Q3-rapport höjer vi vår prognos. Vi räknar nu med att Medcover kommer att visa en nettoomsättningen för det tredje kvartalet på 328,0 EUR m mot tidigare 316,4 EUR m, vilket motsvarar en tillväxt jämfört med Q3'20 om 24,9 procent men -6,0 procent jämfört med Q2'21.

Våra förväntningar bygger på att den ekonomiska återhämtningen oförändrat varit stark på samtliga marknader där Medcover agerar. Vi förväntar oss även att läget inom sjukvården har fortsatt att normaliseras på flertalet marknader och med det en fortsatt ökning av planerade ingrepp. Därutöver har Medcover annonserat två förvärv: en fertilitetsverksamhet i Norge (Klinikk Hausken) och en spermabank i Danmark (SellmerDiers). De två förvärven uppskattar vi bidragit positivt till nettoomsättningen med drygt 1,5 EUR m. Därtill uppfattar vi att Medcover från och med september köpt in sig i en större Gym-kedja i Polen (Just Gym). Troligtvis har bolaget genomfört fler förvärv och öppnat kliniker under perioden som vi ser fram emot att få höra mer om vid rapporttillfället.

Covid-19 har haft en stor påverkan på nettoomsättningen under det senaste året för Medcover från höga testvolymerna av covid-19-tester och stundom påtagliga effekter på beläggningen inom sjukvården (framför allt påtagligt i Indien under Q2'21). Vi förväntar oss att verksamheten under Q3'21 positivt påverkats av en fortsatt hög efterfrågan av covid-19-testning, men en begränsad omfattning på beläggning inom sjukvården. Siffror från europeiska myndigheter indikerar lägre volymer covid-tester i exempelvis Tyskland och Polen jämfört med Q2'21, medan vi ser en uppgång i Rumänien och Ukraina.

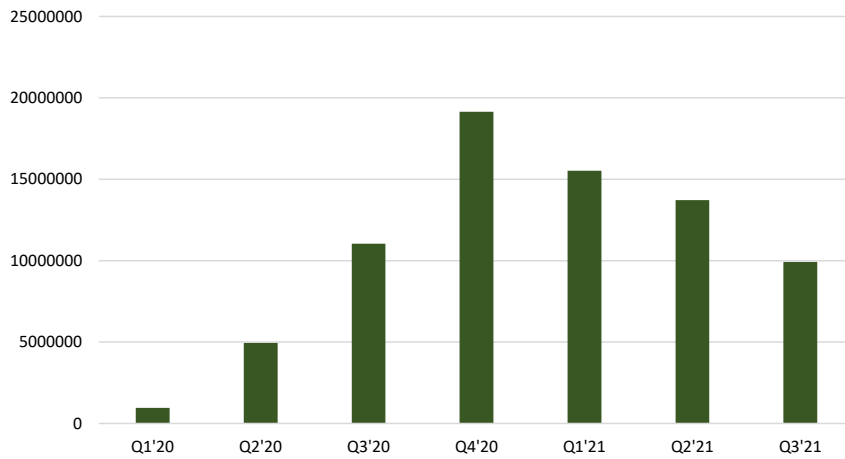
Prognos och prognosförändringar

Nedan visas våra nya estimat och estimatförändringar för Q3'21 och helåret 2021.

Prognos och prognosförändringar (EUR m)			
		Q3 2021	2021E
Nettoomsättning	Nytt	328,0	1322,4
	Tidigare	316,4	1310,9
	Diff	3,7%	0,9%
Bruttoresultat	Nytt	95,1	387,9
	Tidigare	90,2	383,0
	Diff	5,4%	1,3%
EBIT	Nytt	38,4	162,0
	Tidigare	35,4	159,0
	Diff	8,4%	1,9%
EBITDA	Nytt	64,6	265,0
	Tidigare	61,7	262,1
	Diff	4,7%	1,1%
EPS (EUR)	Nytt	0,166	0,736
	Tidigare	0,152	0,722
	Diff	9,2%	1,9%

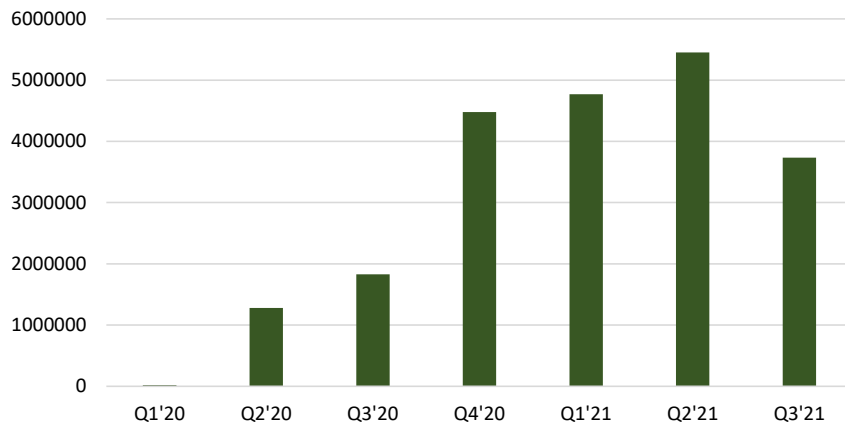
Appendix - Grafer

Antal genomförda covid-test i Tyskland



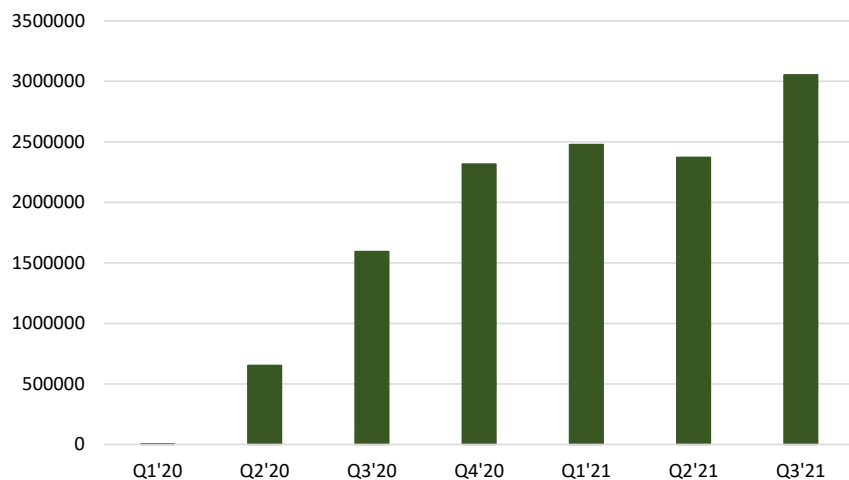
Källa: European Centre for Disease Prevention and Control, 2021

Antal genomförda covid-test i Polen



Källa: European Centre for Disease Prevention and Control, 2021

Antal genomförda covid-test i Rumänien



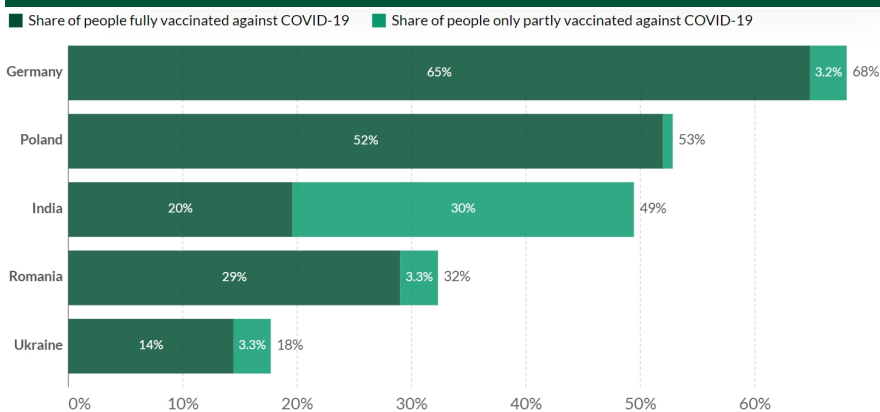
Källa: European Centre for Disease Prevention and Control

Antal covid-19-tester per dag - Rumänien och Ukraina



Källa: Ourworldindata.org

Andel av befolkningen som är vaccinerad mot covid-19



Källa: Ourworldindata.org

Resultaträkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	497,3	580,2	671,6	844,4	997,8	1322,4	1349,0	1468,2
Kostnader för medicinska tjänster	-367,2	-438,2	-507,3	-637,6	-734,3	-934,5	-980,4	-1064,4
Bruttoresultat	130,1	142,0	164,3	206,8	263,5	387,9	368,6	403,7
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-24,9	-28,5	-35,2	-45,0	-43,3	-58,4	-60,4	-63,1
Administrationskostnader	-77,2	-84,7	-95,4	-115,3	-158,9	-167,5	-176,1	-194,9
Rörelseresultat (EBIT)	28,0	28,8	33,7	46,5	61,3	162,0	132,2	145,7
Övriga intäkter och kostnader	0,2	2,9	8,6	1,0	1,5	0,1	0,0	0,0
Ränteutgifter		0,2	1,4	1,8	0,9	0,3	0,0	0,0
Räntekostnader		-4,9	-9,6	-13,7	-18,1	-8,3	0,0	0,0
Övriga finansiella intäkter och kostnader		0,8	-0,6	-0,4	-8,4	1,4	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-12,9	-3,9	-8,8	-12,3	-25,6	-13,2	-13,5	-14,7
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,1	0,2	-1,8	-1,9	0,1	0,6	0,0	0,0
Resultat före skatt	15,4	28,0	31,7	33,3	37,3	149,5	118,7	131,1
Skatt	-5,4	-7,8	-7,5	-8,6	-10,0	-40,4	-32,0	-35,4
Nettoresultat	10,0	20,2	24,2	24,7	27,3	109,1	86,7	95,7

Resultaträkning per kvartal (EUR m)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21E	Q4'21E	Q1'22E	Q2'22E	Q3'22E	Q4'22E
Nettoomsättning	317,2	348,9	328,0	328,4	336,4	336,7	332,2	343,8
Kostnader för medicinska tjänster	-220,5	-245,4	-232,9	-235,8	-242,9	-244,1	-242,5	-250,9
Bruttoresultat	96,7	103,5	95,1	92,6	93,5	92,6	89,7	92,8
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-13,9	-15,0	-14,8	-14,8	-15,1	-15,2	-14,9	-15,1
Administrationskostnader	-41,2	-42,3	-42,0	-42,0	-42,7	-43,8	-43,9	-45,7
Rörelseresultat (EBIT)	41,6	46,2	38,4	35,8	35,7	33,7	30,9	32,0
Övriga intäkter och kostnader	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-5,3	-1,3	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,3	-3,4
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	36,5	45,4	35,1	32,5	32,3	30,3	27,6	28,5
Skatt	-10,2	-11,9	-9,5	-8,8	-8,7	-8,2	-7,4	-7,7
Nettoresultat	26,3	33,5	25,6	23,7	23,6	22,1	20,1	20,8

Balansräkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	118,6	126,8	150,1	293,1	289,2	316,2	331,0	335,9
Övriga immateriella tillgångar	31,6	36,4	50,8	74,6	64,6	65,8	66,3	64,4
Nyttjanderättstillgångar	96,0	110,3	117,0	166,0	180,4	259,0	285,4	304,0
Summa Immateriella anläggningstillgångar	246,2	273,5	317,9	533,7	534,2	641,0	682,7	704,3
Materiella anläggningstillgångar	140,2	147,8	164,4	252,7	257,9	309,0	325,0	340,4
Summa Materiella anläggningstillgångar	140,2	147,8	164,4	252,7	257,9	309,0	325,0	340,4
Finansiella anläggningstillgångar	6,6	31,9	57,3	17,3	29,6	38,5	38,6	39,0
Summa Finansiella anläggningstillgångar	6,6	31,9	57,3	17,3	29,6	38,5	38,6	39,0
Varulager	25,8	30,7	30,3	37,1	53,0	59,5	59,4	66,1
Kundfordringar	76,7	82,3	92,3	142,3	149,4	187,8	191,6	209,9
Övriga fordringar	0,0	2,1	27,8	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	40,1	0,0	0,0	0,0
Kassa o bank	18,4	45,4	38,4	34,8	46,7	98,0	168,6	230,1
Summa omsättningstillgångar	120,9	160,5	188,8	215,8	289,2	345,3	419,5	506,1
SUMMA TILLGÅNGAR	513,9	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1333,8	1465,8	1589,8
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	95,3	299,8	317,5	359,7	483,5	588,6	667,3	737,8
Uppskjuten skatteskuld	0,0	22,8	23,7	27,5	30,0	31,0	32,0	33,0
Räntebärande skuld	194,5	52,5	126,4	163,8	152,8	163,5	165,0	166,3
Leasingskulder	74,2	85,6	96,4	142,0	165,1	233,9	260,1	279,3
Övriga långfristiga skulder	40,4	28,7	34,5	44,8	51,2	53,7	60,7	66,1
Summa Långfristiga skulder	309,1	189,6	281,0	378,1	399,1	482,1	517,8	544,7
Leverantörsskulder	56,4	66,3	77,9	114,6	149,4	173,2	182,1	199,7
Konvertibellån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kort skuldsättning (räntebärande)	14,6	3,7	4,9	111,5	15,1	16,0	18,2	20,8
Kort leasingskuld	26,1	30,3	29,0	34,2	34,4	41,2	43,4	45,6
Aktuell skatteskuld	0,0	6,8	4,2	4,8	7,8	7,5	10,0	11,9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	12,4	17,2	13,9	16,6	21,6	25,1	27,0	29,4
Summa Kortfristiga skulder	109,5	124,3	129,9	281,7	228,3	263,1	280,7	307,3
Summa Eget Kapital och skulder	513,9	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1333,8	1465,8	1589,8

Kassaflödesanalys (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före förändring av rörelsekapital	72,4	83,3	94,4	124,4	167,7	273,5	256,5	278,4
Summa förändring av rörelsekapital	-15,1	0,5	-8,1	-23,5	-0,7	-33,7	9,6	-3,3
Betald skatt	-6,0	-7,1	-11,9	-13,5	-11,0	-36,0	-32,1	-32,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	51,3	76,7	74,4	87,3	156,0	203,8	234,0	243,1
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-66,1	-53,5	-116,1	-141,8	-126,3	-103,0	-103,5	-108,6
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	16,1	4,9	34,6	48,8	-14,1	-39,6	-42,1	-49,2
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-17,8	-23,7
Periodens kassaflöde	1,3	28,1	-7,1	-5,7	15,6	50,8	70,6	61,5

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	16,7%	15,8%	25,7%	18,2%	32,5%	2,0%	8,8%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	29,3%	27,3%	27,5%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	20,0%	18,1%	18,1%
EBITDAaL-marginal	9,1%	8,7%	9,5%	10,9%	15,8%	13,2%	13,2%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	12,2%	9,8%	9,9%
Skattesats	-27,9%	-23,7%	-25,8%	-26,8%	-27,0%	-27,0%	-27,0%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROA	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	8,2%	5,9%	6,0%
ROE	6,7%	7,6%	6,9%	5,6%	18,5%	13,0%	13,0%
ROIC	5,7%	5,4%	3,9%	4,2%	15,6%	12,3%	12,9%
ROCE	8,1%	7,5%	7,3%	9,4%	21,1%	15,5%	15,8%

Aktiedata (EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	0,152	0,167	0,168	0,182	0,736	0,584	0,645
Utdelning per aktie				0,070	0,120	0,160	0,200
EK per aktie	2,25	2,38	2,70	3,26	3,90	4,43	4,89
Antal aktier efter utspädning	135,7	135,7	135,7	150,7	150,7	150,7	150,7

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	39,5	39,0	63,7	88,8	33,4	42,1	38,2
P/EK	2,8	3,0	4,4	5,0	6,3	5,6	5,0
Direktavkastning				0,3%	0,5%	0,7%	0,8%
EV/S*	1,7	1,8	2,2	2,7	3,1	3,0	2,7
EV/EBITDA*	12,2	13,0	15,1	17,4	15,3	16,5	15,1
EV/EBITDAaL*	18,9	20,2	22,6	25,2	19,5	22,6	20,5
EV/EBIT*	34,6	35,1	39,2	44,6	25,1	30,5	27,4
Aktiekurs (SEK)	63	73,3	108,6	164,0	248,0	248,0	248,0
EV (EUR m)*, årets slut	998	1 182	1 825	2 733	4 066	4 028	3 991

* EV inkluderar leasingkulder vid utgången av året (EV på framsidan är baserad på senaste rapporten)

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