



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 29 October 2021

# Arcoma

## Avvaktande marknad under Q3

### Tillväxten avtog något Q3

Nettoomsättningen för Q3 växte 4 % 23,2 mkr (22,2 mkr). Omsättningen var avsevärt lägre än våra estimat om 32,2 mkr. Kvartalsförsäljningen har historiskt uppvisat volatilitet, men vi bedömer även att avvikelser beror på att aktörer på den underliggande marknaden är avvaktande med investeringar. Från en stark inledning av 2021, avtar tillväxten något i Q3 vilket gör att tillväxten y/y för de första 9 månaderna är 10 %.

### Stark underliggande marknad

Vi ser dock fortsatt en stark underliggande marknad med en stark förväntad tillväxt kommande år, och bolaget är välpositionerat med starka samarbetspartners. Vi bedömer att marknaden har ett uppdämt behov som kan medföra stärkt tillväxt när investeringarna tilltar. Till ytterligare triggers finns potentiella framtida förvärv, som kan medföra geografisk expansion, alternativt komplettera produktutbudet.

### Justeringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera lägre förväntningar för tillväxten 2021, se fulla estimatjusteringar längre ned. Vi ändrar vårt motiverade värde till 20-22 kr per aktie (23 - 25 kr). Vår värdering baseras på en DCF-modell. Se utförlig genomgång under segmentet värdering längre ned.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	20.00 - 22.00	
EPS, just 21e	0.14	0.46	-70.0%	Sales,m	117	132	169	186	Current price	13.90
EPS, just 22e	0.71	0.96	-26.0%	Sales Growth	(12.2)%	12.6%	28.0%	10.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	1.05	1.23	-13.9%	EBITDA, m	6.9	8.5	17.7	23.7	<h3>Kursutveckling 12 mån</h3>	
<h3>Kommande händelser</h3>				EBIT, m	3.6	2.6	11.8	17.5		
				EPS, adj	0.12	0.14	0.71	1.05		
Q4-rapport	2022-02-10			EPS Growth	(76.9)%	14.4%	416.6%	48.7%		
Q1-rapport	2022-04-28			Equity/Share	3.8	3.9	4.6	5.7		
<h3>Bolagsfakta (mkr)</h3>				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	3.1%	2.0%	7.0%	9.4%		
Antal aktier	13.1m			EV/Sales	1.55x	1.38x	1.07x	0.98x		
Market cap	181			EV/EBITDA	26.4x	21.3x	10.2x	7.7x		
Nettoskuld	0			EV/EBIT	50.6x	69.0x	15.4x	10.4x		
EV	182			P/E, adj	115.8x	101.3x	19.6x	13.2x		
Free Float	33.00%			P/Equity	3.7x	3.5x	3.0x	2.4x		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	12.0(k)			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Reuters/Bloomberg	ARCOMA.ST /			FCF yield	(4.3)%	1.6%	3.7%	5.7%		
ARCOMA.SS				Net Debt/EBITDA	1.2g	(0.7)g	(0.7)g	(1.0)g		

### Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 29 October 2021

## Sammanfattning

### Avvaktande marknad under Q3

#### Investment Case

Vi ser att Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, tror vi kommer driva tillväxt framöver. Vidare bedömer vi att lönsamhetsprogrammen kommer att påvisa fulla effekter framöver, samtidigt som bolaget prioriterar produktutveckling av befintliga teknikplattformar. Vi ser dessutom att förvärv är en viktig värdedrivare för bolaget, då vi bedömer att försäljningsvolymerna är en viktig faktor för högre marginaler.

#### Bolags profil

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skeletröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

#### Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägsen i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelsen ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdering för 2022 motiverar ett värde om 20-22 kr per aktie. Värderingen baseras på en uppsättning av jämförelsebolag inom digitala röntgensystem. I snitt handlas jämförelsebolagen till EV/EBIT 20x för 2022e (konsensusestimat). För att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

**DCF synliggör långsiktiga värden.** Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på Capex-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Vi bedömer att investeringarna storleksmässigt är ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. Vi antar långsiktiga rörelsekapitalnivåer om ca 19 % av omsättningen. Vår DCF ger ett motiverat värde om 20 - 22 kr per aktie. Se ytterligare detaljer längre ned.

## Kvartalet i detalj

---

Omsättningen för tredje kvartalet uppgick till 23,3 mkr (22,2 mkr), och bolaget redovisade därmed lägre tillväxt q/q. Våra estimat för Q3 inför rapporten uppgick till 32,2 mkr, då vi såg gott momentum i verksamheten samtidigt som vi såg en uppdämd efterfrågan i marknaden efter pandemin. Vi bedömer att den huvudsakliga anledningen till att våra estimat avvek från omsättningen var att aktörer på den underliggande marknaden är avvaktande med sina investeringar. Kunderna gör därmed inte lika omfattande investeringar som tidigare, enligt vår bedömning. En anledning till att potentiella kunder är avvaktande är att man förskjutit exempelvis nybyggnationer i sjukhus som normalt sammanlänkas med investeringar digitala röntgensystem.

Bruttomarginalen i kvartalet belastades av en icke återkommande post i form av en lagerjustering som för kvartalet uppgick till -2,3 mkr. Justerat för engångsposten var bruttomarginalen dock 45 %, vilket vi bedömer ändå indikerar en god försäljningsmix. Engångsposten som belastar bruttomarginalen bidrog till att rörelseresultatet uppgick till - 2,8 mkr.

## Avvikelseanalys

---

Nedan sammanfattas våra estimat relativt utfallet för kvartalet. Värt att notera är att Arcomas försäljning historiskt varit mycket volatil, på grund av betydelsen av enstaka affärer för utfallet ett enskilt kvartal. Utöver det har den underliggande marknaden i kvartalet enligt våra bedömningar belastats av mer restriktiva investeringar, vilket påverkar möjligheterna till försäljning.

Parameter	Utfall	EPB	Diff	Kommentar
		estimat		
Intäkter	23,2	32,2	-28%	<i>Underliggande marknad svag</i>
EBITDA	(1,2)	3,1	N/A	
EBIT	(2,8)	1,7	N/A	

## Estimatjusteringar

---

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar. Vi gör endast justeringar för tillväxten på innevarande år, men bedömer fortsatt att tillväxtförutsättningarna för 2022-2023 är oförändrade. Vi bedömer att tillväxten för bolaget kan stärkas nästa år, mot bakgrund av en stark underliggande marknadstillväxt i kombination med att affärer som förskjutits under 2021 förläggs under 2022.

<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	132 232	169 257	186 183
Tillväxt	12,6%	28,0%	10,0%
EBIT	2 635	11 842	17 511
Rörelsemarginal	2%	7%	9%
EPS	0,14	0,71	1,05

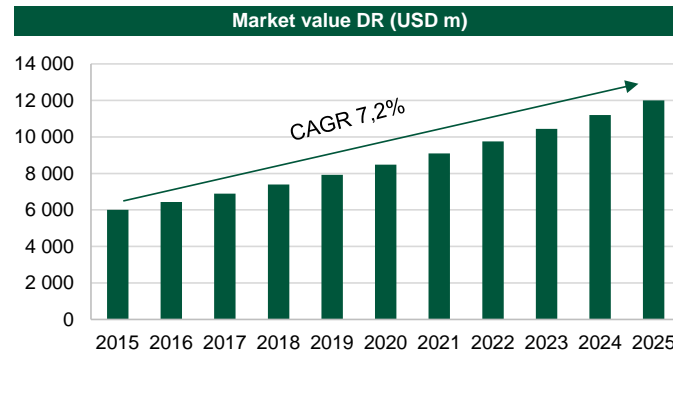
<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	145 841	186 676	205 344
Tillväxt	24%	28%	10%
EBIT	7 692	15 928	20 317
Rörelsemarginal	5,3%	8,5%	9,9%
EPS	0,46	0,96	1,23

<b>Förändring i %</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	-9%	-9%	-9%
EBIT	-66%	-26%	-14%
EPS	-70%	-26%	-14%

## Stark strukturell tillväxt

---

Vi noterar trots de kortsiktiga utmaningarna att marknaden för digitala röntgensystem bedöms uppvisa en stark tillväxt de kommande åren. Vi bedömer att Arcoma är välpositionerat med ett attraktivt produktbud samt starka avtal med samarbetspartners och distributörer. Givet bolagets positionering i premiumsegmentet ser vi att man har en god position i marknaden.



Källa: Statista

Vi ser även triggers i förvärv. Vi bedömer att bolaget kan åstadkomma mycket genom att skala upp verksamheten, och på så vis skapa högre lönsamhet. Vi bedömer att attraktiva förvärvsobjekt kan vara bolag som medför geografisk expansion, alternativt komplettering sett till produktutbud. Arcoma har enligt vår bedömning god tillgång till kapitalmarknaden ifall det skulle bli aktuellt i samband med ett förvärv.

## Värdering

Nedan sammanfattas våra centrala antaganden för DCF-modellen. Vi tillämpar en WACC om 10 %, som baseras på en riskpremie om 7 %, ett beta om 1,2, samt ett påslag om 2 %. Vår DCF antar vidare en långsiktig lönsamhetsnivå om 15 %, och tillväxt om 1 % bortom prognosfönstret. Vi har även känslighetsanalys som illustrerar hur värderingen är känslig för antaganden kring rörelsemarginal, tillväxt och WACC. Vår DCF genererar ett motiverat värde om 20 - 22 kr per aktie.

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	1,8%
Beta	1,2
Cost of equity	11,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	10%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	19,0%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	9,0%	22	23	24	26	27
	9,5%	21	22	23	24	25
	10,0%	19	20	21	22	23
	10,5%	18	19	20	21	22
	11,0%	17	18	19	19	20
		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	9,0%	18	21	24	27	31
	9,5%	17	20	23	25	28
	10,0%	16	19	21	24	26
	10,5%	15	17	20	22	24
	11,0%	14	16	19	21	23

## Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	130	123	102	92	119	134	117	132	169	186
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-75	-73	-59	-55	-73	-82	-72	-81	-102	-112
<b>Bruttovinst</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>74</b>
Personalkostnader	-36	-34	-33	-26	-25	-22	-19	-22	-25	-27
Övriga externa kostnader	-13	-15	-15	-15	-16	-17	-19	-20	-24	-23
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>24</b>
Avskrivningar	-7	-8	-9	-6	-6	-4	-3	-6	-6	-6
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>18</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>18</b>
Finansella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansella kostnader	-4	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>17</b>
Skatter	4	1	2	1	-1	-3	0	0	-2	-4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>14</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>14</b>

## Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	32	30	23	19	15	17	29	30	30	27
Materiella anläggningstillgångar	2	1	1	1	0	6	1	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	4	6	8	9	8	6	6	6	6	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>35</b>
Varulager	23	21	20	15	20	23	24	21	25	28
Övriga omsättningstillgångar	18	19	16	20	26	30	26	26	31	33
Likvida medel	0	7	5	4	8	2	9	9	15	26
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>71</b>	<b>87</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>120</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>										
Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	50	51	61	74
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>74</b>
Räntebärande skulder	2	3	2	1	2	0	0	0	0	0
Icke-räntebärande skulder	35	32	32	26	36	39	45	41	47	46
<b>Summa skulder</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>46</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>120</b>

## Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	1	-6	-12	-10	-2	6	4	3	12	18
Icke kassaflödespåverkande poster	1	7	5	6	6	5	3	5	6	6
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	2	-5	-4	0	0	-1	-5	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>15</b>
Investeringar	-5	-5	-1	5	-1	-11	-12	-5	-4	-4
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	5	14	3	3	4	-6	11	-2	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-26</b>

## Tillväxt och marginaler

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	-5%	-17%	-10%	30%	12%	-12%	13%	28%	10%
EBIT-tillväxt	-1178%	108%	-22%	-96%	N/A	-60%	-27%	349%	48%
EPS-tillväxt	-585%	81%	-26%	-85%	N/A	-77%	14%	417%	49%
Bruttomarginal	41%	43%	40%	39%	39%	39%	39%	40%	40%
EBITDA-marginal	1%	-4%	-4%	4%	10%	6%	6%	10%	13%
EBIT-marginal	-5%	-13%	-11%	0%	7%	3%	2%	7%	9%

## Multiplar

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-9,4	-3,4	-8,9	-108,8	39,4	196,4	101,3	19,6	13,2
P/EK	1,2	1,0	2,1	4,4	5,6	5,7	3,5	3,0	2,4
P/FCF	-6,1	-7,0	-7,3	-198,3	-8938,3	-55,7	84,4	28,8	17,1
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	0,5	0,5	1,0	1,5	1,9	2,5	1,4	1,1	1,0
EV/EBITDA	44,9	-12,0	-25,4	34,6	19,5	42,1	21,3	10,2	7,7
EV/EBIT	-10,8	-3,9	-9,2	-466,2	28,1	80,7	69,0	15,4	10,4
EV, årets slut	66,7	50,2	92,4	178,1	255,3	290,5			



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](http://www.penser.se)