



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sweden | 5 November 2021

Midway Holding

Vertemax driver tillväxten

Fortsatt återhämtning i Q3...

Q3 var överlag positivt - bolaget ser marknaderna successivt öppna upp sig. Organisk tillväxt var 11% medan förvärv bidrog med 35 procentenheter. Det positivare sentimentet inom energisektorn i Norge lyfte omsättningen i Haki medan Sverige såg en viss tillbakagång från ett starkt Q2. Vertemax bidrog till EBIT med 14 mkr och Midway lyfte rörelseresultatet till 22 mkr från 10 mkr i Q3'20.

...och även om uthålligheten i återhämtningen fortfarande är osäker går förvärvade enheter bra

Återhämtningen i efterfrågan är fortfarande ojämn och svår att bedöma. Haki såg en ökad försäljning i september men det är för tidigt att bedöma varaktigheten. Vertemax överträffade förväntningarna i Q3 men bolaget varnar samtidigt för att högre inköpspriser kommer få genomslag framöver med lägre marginaler som följd.

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 5% och höjer vårt motiverade värde till 36-38kr från 32-33 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	36.0 - 38.0	
EPS, just 21e	2.24	2.02	10.8%	Sales,m	588	835	919	976	Current price	SEK24.5
EPS, just 22e	2.86	2.75	4.0%	Sales Growth	(26)%	42%	10%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.34	3.34	0.0%	EBITDA, m	66	137	169	192		
				EBIT, m	8	74	105	121		
				EPS, adj	0.1	2.2	2.9	3.3		
				EPS Growth	NM	NM	28%	17%		
				Equity/Share	17.2	19.6	21.9	24.5		
				Dividens	0.0	0.5	0.8	0.9		
				EBIT Marginal	1.4%	8.8%	11.4%	12.4%		
				ROE (%)	(0.1)%	12.1%	13.8%	14.4%		
				ROCE	1.8%	12.6%	12.7%	13.2%		
				EV/Sales	1.6x	1.1x	1.0x	1.0x		
				EV/EBITDA	14.2x	6.9x	5.6x	4.9x		
				EV/EBIT	118.2x	12.8x	9.0x	7.8x		
				P/E, adj	303.8x	10.9x	8.6x	7.3x		
				P/Equity	1.4x	1.3x	1.1x	1.0x		
				Dividend yield	0.0%	2.0%	3.3%	3.7%		
				FCF yield	(0.7)%	(11.5)%	16.7%	5.7%		
				Net Debt/EBITDA	0.5g	2.1g	1.1g	0.9g		

Kommande händelser

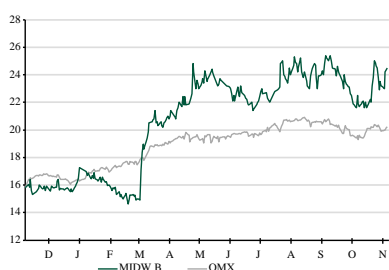
Bokslutskommuniké 2021

Delårsrapport Q1 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	27m
Market cap	670
Nettoskuld	276
EV	945
Avg. No. of Daily Traded Sh.	37(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Vertemax driver tillväxten

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 36-38 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

Med 27% organisk tillväxt i Safe Access Solutions var divisionen motorn i tillväxten i Q3. I takt med att samhällen öppnade upp under Q3 sågs ökad efterfrågan på ett flertal viktiga marknader. Sverige växte kraftigt redan i Q2 och upplevde en mer normaliserad tillväxt i kvartalet. I Norge var efterfrågan hög i kvartalet. Flera större kunder inom energisektorn ville öka befintliga hyresvolymerna samtidigt som en av de större energikunderna valde att köpa ut en stor del av materialflottan som tidigare hyrts av Haki. Utköpet förklarar en stor del av den organiska tillväxten i kvartalet.

Marginalen i Safe Access Solutions ökade från 4,5% till 12,3%. Enligt våra beräkningar hade Vertemax en marginal på 19% i kvartalet och var därmed en viktig bidragsgivare till förbättringen. Framöver finns det viss risk på marginalen då råvarupriserna kommer att få ett större genomslag.

Industrial Services omsättning och EBIT var i linje med föregående kvartal men var lägre än föregående år då Q3'20 var exceptionellt starkt.

Estimatförändringar

Med bakgrund av den bättre än väntade rapporten höjer vi våra EPS-estimat för 2021-2023 med i genomsnitt 5%. 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.

Värdering

Med högre estimat och multiplar för peergruppen ser vi nu ett motiverat värde på 36-38 kr (32-33 kr). 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.

Bolag	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	-1%	7%	7%	34%	36%	36%	12%	13%	15%	26%	26%	19%
Balco	-1%	25%	10%	24%	25%	26%	11%	12%	13%	-2%	47%	13%
Lindab	9%	4%	5%	31%	33%	32%	12%	13%	13%	22%	20%	6%
Nordic Waterproofing	10%	5%	3%	29%	28%	28%	11%	11%	11%	3%	11%	4%
Medel	4%	11%	6%	30%	31%	30%	11%	12%	13%	12%	26%	10%
Median	4%	6%	6%	30%	31%	30%	11%	12%	13%	12%	23%	9%

<i>Midway (EPB est)</i>	42%	10%	6%	33%	36%	36%	9%	11%	12%	nm	28%	17%
-------------------------	-----	-----	----	-----	-----	-----	----	-----	-----	----	-----	-----

Bolag	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Alimak Group	1,8x	1,7x	1,6x	15,2x	12,6x	10,7x	19,7x	15,7x	13,2x	1,4x	0,9x	0,5x
Balco	2,4x	2,0x	1,8x	22,9x	15,8x	14,2x	28,9x	19,7x	17,5x	0,4x	0,0x	-0,3x
Lindab	2,4x	2,3x	2,2x	18,9x	17,9x	17,0x	27,0x	22,5x	21,2x	0,8x	0,4x	0,1x
Nordic Waterproofing	1,7x	1,6x	1,5x	15,6x	14,8x	14,3x	18,6x	16,7x	16,1x	0,9x	0,6x	0,3x
Medel	2,1x	1,9x	1,8x	18,2x	15,3x	14,0x	23,6x	18,7x	17,0x	0,9x	0,5x	0,1x
Median	2,1x	1,8x	1,7x	17,3x	15,3x	14,2x	23,3x	18,2x	16,8x	0,9x	0,5x	0,2x

<i>Midway (EPB est)</i>	1,1x	0,9x	0,9x	13,0x	8,2x	7,0x	10,9x	8,6x	7,3x	2,1x	1,1x	0,9x
-------------------------	------	------	------	-------	------	------	-------	------	------	------	------	------

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	835	919	976	1 020
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-560	-586	-622	-644
Bruttovinst	352	260	257	254	173	275	333	353	377
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109	-87				
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-62	-189	-226	-230	-247
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12	-16				
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	9	-13	-2	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	74	105	121	128
Finansiella intäkter	17	10	6	9	3	10	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-21	-7	-7	-6	-6
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-2	77	98	115	122
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-16	-20	-24	-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	61	78	91	97
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	-1	61	78	91	97

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	34	34	20	30	29	209	209	209	209
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13	15				
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275	248				
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	36	302	342	379	413
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0				
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0				
Summa anläggningstillgångar	439	412	366	395	329	511	551	588	622
Varulager	449	352	252	192	169				
Kundfordringar	243	218	153	175	139	435	464	482	494
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	33	47	141	128	157
Summa omsättningstillgångar	747	663	514	406	341	482	606	610	651
SUMMA TILLGÅNGAR	1 186	1 075	879	802	669	993	1 157	1 198	1 273
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	412	389	390	481	471	535	599	669	741
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	412	390	390	481	471	535	599	669	741
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	49	166	186	216	216
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	14	85	85	85	85
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	251	271	301	301
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder									
Skatteskulder	284	206	188	128	136	207	286	228	231
Övriga kortfristiga skulder									
Summa kortfristiga skulder	284	206	188	128	136	207	286	228	231
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 186	1 075	879	802	669	993	1 157	1 198	1 273

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	61	78	91	97
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	68	64	71	78
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-72	74	-16	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	57	215	146	166
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-134	-103	-108	-112
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-77	112	38	54
Utdelningar	0	0	0	-14	0				
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0				
Förvärv	0	0	0	0	0	68	-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	-9	94	-14	30
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	204	130	173	144

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	-0,02	2,23	2,86	3,34	3,54
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,08	2,24	2,86	3,34	3,54
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	-0,12	-2,82	4,10	1,39	1,98
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	19,6	21,9	24,5	27,1
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%	42%	10%	6%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-87%	822%	42%	15%	5%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-96%	2678%	28%	17%	6%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	32,9%	36,3%	36,2%	36,9%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	11,3%	16,5%	18,3%	19,7%	20,2%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	1,4%	8,8%	11,4%	12,4%	12,5%
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%	12%	14%	14%	14%
ROCE, justerad	4%	0%	9%	10%	2%	13%	13%	13%	13%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	0%	10%	11%	12%	11%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	96	128	78	83	87
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	16%	15%	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%	37%	26%	26%	26%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (mkr)	426	378	181	143	30	288	190	173	144
Nettoskuld (mkr, ex IFRS 16)	426	378	181	91	-5	155	81	124	95
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	54%	52%	56%	58%
Nettoskuldssättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	54%	32%	26%	19%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,5x	2,1x	1,1x	0,9x	0,7x

Bolaget, EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	43,4x	neg	8,2x	10,7x	213,9x	10,9x	8,6x	7,3x	6,9x
P/EK	1,2x	1,0x	0,9x	1,1x	1,0x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	38,1x	20,4x	3,7x	neg	neg	neg	6,0x	17,6x	12,4x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	2,0%	3,3%	3,7%	4,1%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	22%	28%	27%	28%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x	0,9x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA (adj)	11,5x	16,5x	4,7x	5,5x	7,6x	7,0x	5,1x	4,4x	3,9x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	62,7x	13,0x	8,2x	7,0x	6,4x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	17,3	24,5	24,5	24,5	24,5
EV, årets slut	906	773	524	690	502	958	859	843	813

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