



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sverige | 10 November 2021

Instalco

Högsta förvärvstakten någonsin

Besvärligt kvartal...

Bygg- och installationsbranscherna har inte riktigt fått känna av pandemins effekter förrän nu. Med fortsatt tröghet i nytecknande av kontrakt och fortsatt högre sjukfrånvaro än normalt var den organiska tillväxten 2% mot 12% i Q2'21. Det gjorde att marginalen kom ned något sekventiellt - vi såg en justerad EBITA-marginal på 8,3% (8,4% i Q2'21). Stabil med andra ord.

...men förvärvstakten är fortsatt hög och pipelinen är full

Instalco adderade sex bolag under Q3 och har adderat ytterligare två hittills under Q4, motsvarande inkrementellt ca 600 mkr i omsättning. Detta är en uppväxling i förvärvstakt från tidigare år - bidraget från förvärv har aldrig varit högre. Pipelinen är full och vi räknar med fortsatt hög aktivitet, vilket är viktigt eftersom det är den främsta tillväxt drivaren.

Höjer estimaten

Vi konsoliderar de senaste förvärven och höjer EPS med 6% per år för 2022-2023 men håller vårt motiverade värde oförändrat på 535-537 kr. Vårt motiverade värde innebär P/E 32x och EV/EBIT 25x på 2025 års vinst, vilket vi tycker är rimligt givet den historiska tillväxten och bolagets höga kvalitet. Förförsvbolag såsom Indutrade och Addtech handlas på P/E-tal på 35-40x och EV/EBIT på 30-35x men har längre historik.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	535.0 - 537.0	
EPS, just 21e	10.71	10.77	-0.6%	Omsättning, mkr	7,122	8,797	9,865	10,317	Aktiekurs	SEK422.0
EPS, just 22e	13.07	12.28	6.4%	Tillväxt	25%	24%	12%	5%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	14.12	13.3	6.2%	EBITDA, mkr	740	924	1,098	1,166		
				EBIT, mkr	604	749	901	960		
				EPS, justerad	9.1	10.7	13.1	14.1		
				EPS tillväxt	23%	18%	22%	8%		
				EK/aktie	39.0	47.8	58.3	69.4		
				Utdelning/aktie	2.7	3.2	3.5	4.0		
				EBIT-marginal	8.5%	8.5%	9.1%	9.3%		
				ROE	27.6%	26.2%	26.1%	23.5%		
				ROCE	20.9%	20.8%	23.6%	25.4%		
				EV/Sales	3.1x	2.5x	2.3x	2.2x		
				EV/EBITDA	30.1x	24.1x	20.3x	19.1x		
				EV/EBIT	36.9x	29.8x	24.7x	23.2x		
				P/E, justerad	46.4x	39.4x	32.3x	29.9x		
				P/EK	10.8x	8.8x	7.2x	6.1x		
				Direktavkastning	1.1%	0.7%	0.8%	0.9%		
				FCF yield	5.4%	3.4%	4.0%	4.3%		
				Nettosk./EBITDA	1.3g	1.2g	0.5g	(0.1)g		

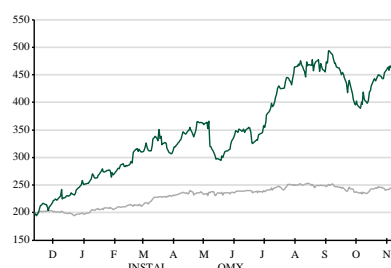
Kommande händelser

Delårsrapport Q4 2021	2022-02-17
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-05
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	51m
Börsvärde	21,357
Nettoskuld	940
EV	22,297
Free float	100%
Daglig handelsvolym, snitt	84(k)
Reuters/Bloomberg	INSTAL.ST/INSTAL.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

markus.almerud@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 10 November 2021

Sammanfattning

Högsta förvärvstakten någonsin

Investment Case

Instalco har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbiterage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för 85% av försäljningstillväxten sedan start och är därmed centralt. Förvärvstakten har fortsatt vara hög med en bra pipeline av högkvalitativa bolag. Den genomsnittliga organiska tillväxten har varit 11% från låga nivåer.

Marginalen har varit relativt stabil de senaste åren på 8,5-9% på årsbasis. Vi tror att denna nivå kommer att bestå.

Nya tillväxtområden inkluderar en konsultverksamhet samt industri. Inom bygg tror vi att Instalco på medellång sikt kommer att gynnas av de gröna trenderna och EUs gröna giv. Målsättningen är att fördubbla renoveringstakten de kommande åren vilket kommer gynna bolag som Instalco.

Bolagsprofil

Instalco startades 2014 av nuvarande VD Per Sjöstrand som bildade en grupp av bolag inom olika installationsområden som el- VS och ventilation. Året därpå vann Instalco sitt första kontrakt inom flera olika installationsområden och under 2015 påbörjades en expansion över större delar av landet genom förvärv i bland annat Malmö, Göteborg, Lund, Karlstad och Lidköping.

2016 skedde de första förvärven utanför Sverige med köp av bolag i Helsingfors och Oslo och gruppen har sedan dess fortsatt att växa. Instalco är i nuläget verksamt i Sverige, Finland och Norge, där Sverige är den största marknaden med 75% av omsättningen. I december 2020 var antalet bolag i gruppen kring 90 st.

Från att ha finansierat alla förvärv via lån har kassaflödet i Instalco successivt vuxit. Trots en hög förvärvsaktivitet generas nu ett överskott i kassaflöde som innebär att förvärvsverksamheten helt finansieras med egna medel.

Värdering

Vi värderar Instalco på målmultiplar på 2025 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv stod för 85% av omsättningstillväxten 2015-2020 och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 1.1 mdr kr per år i 2021-2023 vilket är i linje med genomsnittet de senaste tre åren. Vi använder P/E 32x och EV/EBIT 25x som målmultiplar, vilket vi anser är motiverat givet den historiskt höga tillväxten och höga kvaliteten på bolaget. Därtill har marginalen varit relativt stabil historiskt, vilket ökar förutsägbarheten. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, Lagercrantz och Lifco på P/E-tal på 35-40x och EV/EBIT på 30-35x på 2023 års vinst men de har också längre historik.

Motiverat värde

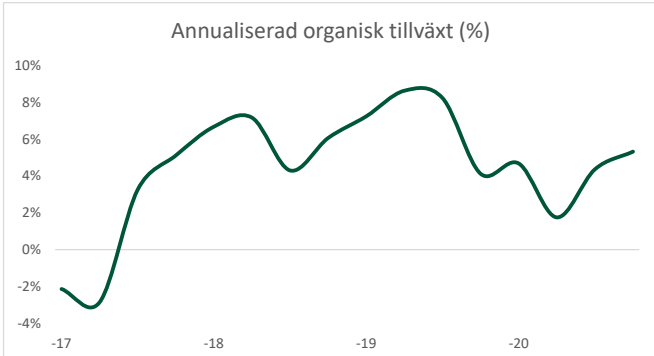
535-537 kr

Gynnsamma marknadsförhållanden och fortsatt hög förvärvstakt framöver

Den annualiserade organiska tillväxten är fortsatt upp och även om marginalen trendar något ner är den stabil. Vi tror att det finns möjligheter att accelerera den organiska tillväxten kommande år då de gynnas av det ökade renoveringsbehovet framöver - en viktig del av EUs gröna giv är att fördubbla renoveringstakten för att minska växthusgasutsläppen från bostäder - samtidigt som de fortsätter att expandera sin konsultverksamhet.

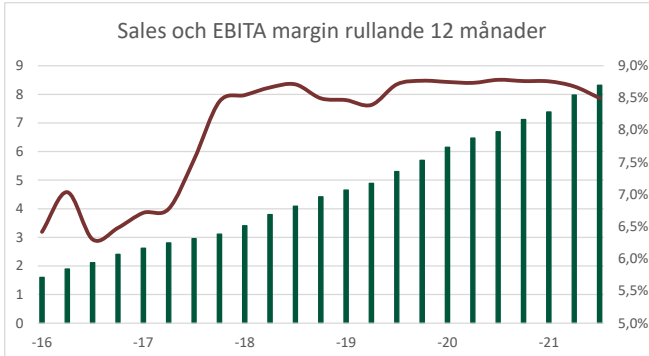
Förvärven fortsätter dock att vara centrala. Bara genom redan genomförda förvärv kommer den inkrementella omsättningen från förvärv i 2021 kommer att vara högre än någonsin. Samtidigt utgår vi från att förvärvstakten även fortsatt kommer att vara hög. Instalco har hittills i år gjort 21 förvärv, vilket kan jämföras med 15 under jämförelseperioden.

Organisk tillväxt har vänt upp igen



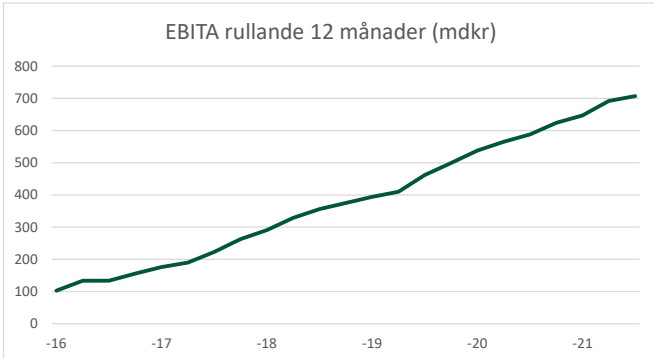
Bolaget, EPB

Marginalerna har varit stabila över tid



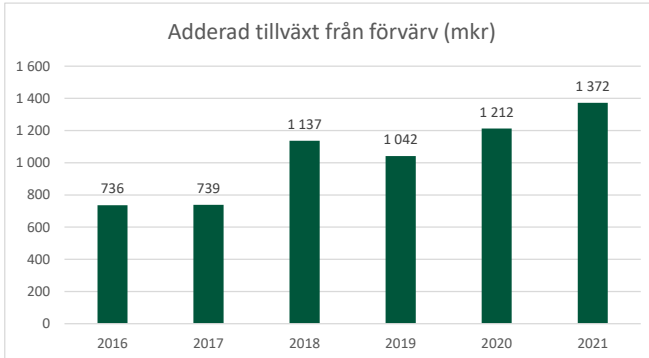
Bolaget, EPB

Stabil EBIT-tillväxt



Bolaget, EPB

Den förvärvade tillväxten har accelererat

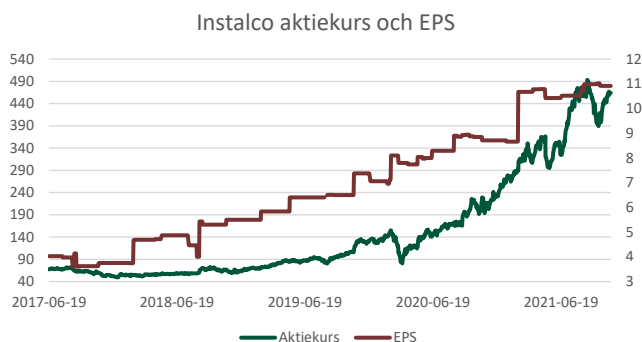


Bolaget, EPB

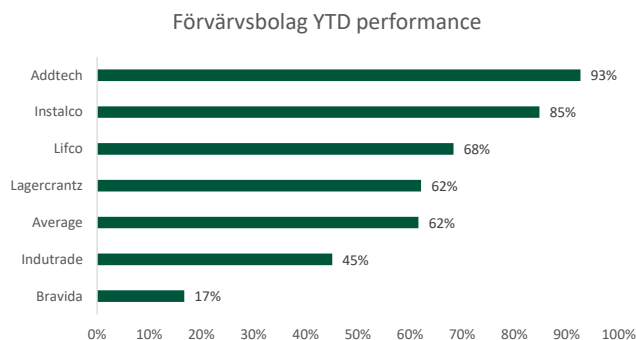
Historiskt hög värdering men i linje med andra förvärvsbolag

Efter att ha gått upp med över 80% hittills i år har kursen kommit ikapp estimattrenden. Förvärvsbolagen handlas på historiskt höga multiplar men Instalco sticker inte ut jämfört med sina branschkollegor.

Aktiekursen har kommit ikapp estimattrenden



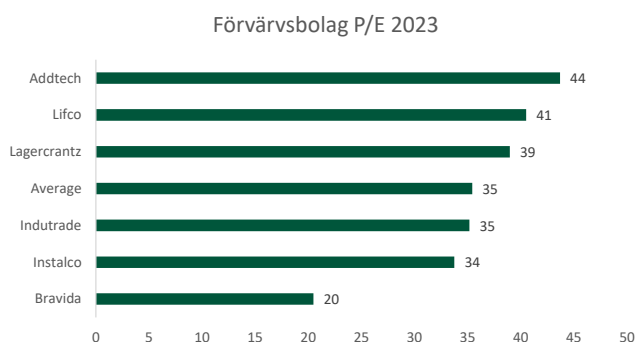
Samtliga förvärvsbolag har gått starkt i år



Factset, EPB

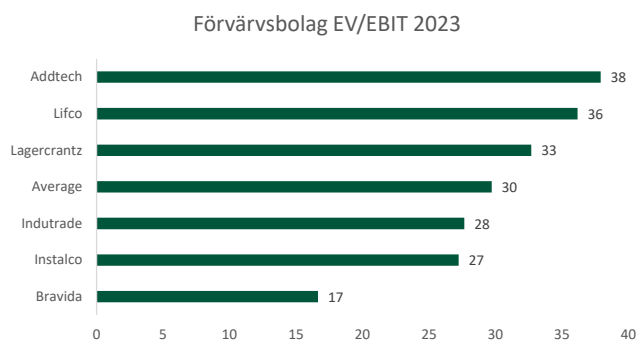
Factset, EPB

Förvärvsbolagen handlas på P/E 35x...



Factset, EPB

...och EV/EBIT 30x på 2023e



Factset, EPB

Multipelvärdering på 516-555 kr

Förvärv står för 85% av tillväxten i Instalco sedan start och är därmed en kritisk värde drivare som måste tas hänsyn till när vi värderar aktien. Om vi antar att förvärvstakten kommer ligga i linje med de senaste tre åren ser vi 18% CAGR i omsättning och rörelseresultat i 2020-2025e. I vår beräkning använder vi två års framåtblickande multiplar som ligger något under jämförelsebolagen pga den kortare historiken.

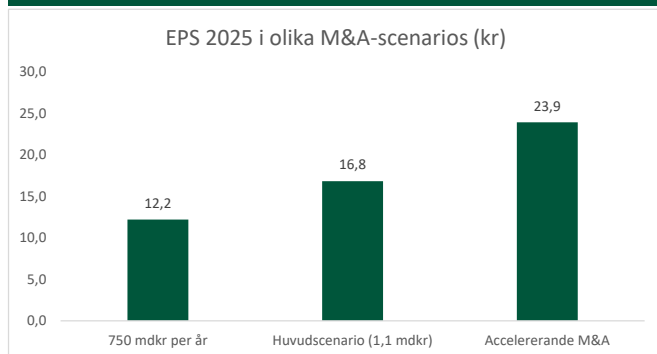
Eftersom förvärv är den främsta värde drivaren för Instalco (M&A har stått för 85% av vinstillväxten de senaste åren) har vi fokuserat på förvärv när vi har gjort vår känslighetsanalys. I vårt huvudscenario har vi antagit att bolaget har adderat 1.1 mdkr per år de kommande 4-5 åren. I ett scenario då bolaget endast adderar 750 mdkr per år är aktien värd strax över 300 kr. Om vi istället antar att förvärvsaktiviteten accelererar successivt och att de adderar 2 mdkr 2025e ser vi uppsida till över 700 kr.

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	35
2023e nettovinst (mkr)	759
2023e EPS (kr)	14,1
Motiverat värde idag (mdr kr)	27
Motiverat värde idag (kr)	494
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	30
2023e EBITA (mkr)	961
Motiverat EV idag (mdr kr)	29
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025 sales exkl M&A (mdr kr)	10,9
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	5,5
Total 2025 (mdr kr)	16,4
Total 2020 (mdr kr)	7,1
CAGR	18%
EBITA-marginal	9,0%
2025 EBITA (incl. M&A)	1 487
2020 EBITA	625
CAGR	19%
Finansnetto	-248
Skatt	-273
2025 nettovinst inkl M&A	967
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
Motiverat P/E	32
Värde dec 2023 (mdr kr)	31
Värde per aktie dec 2023 (kr)	595
Värde per aktie idag	500
Motiverat EV/EBIT	25
EV dec 2023 (mdr kr)	37
EV nuvärde (mdr kr)	32
Senaste net debt (mdr kr)	1,6
Nuvärde (mdr kr)	30
Nuvärde per aktie (kr)	577
Genomsnitt	538

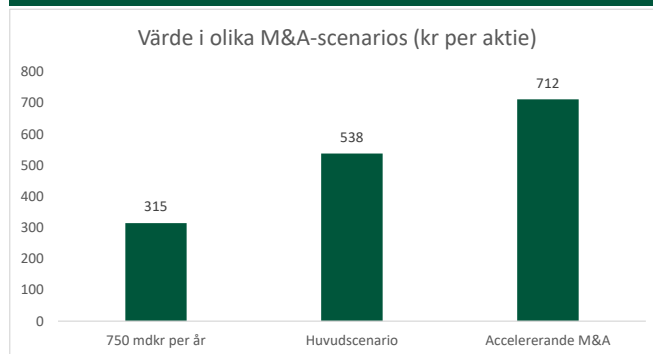
Bolaget, EPB

24 kr i EPS om accelererad M&A...



EPB

...skulle ge över 700 k i värde per aktie



EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	4 414	5 692	7 122	8 797	9 865	10 317
Övriga intäkter	40	70	62	62	62	62
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 595	-5 153	-5 389
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 809	-3 150	-3 294
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-531	-527	-530
EBITDA (rapporterat)	408	587	739	924	1 098	1 166
Avskrivningar	-74	-96	-136	-176	-197	-206
EBIT (rapporterat)	334	491	603	749	901	960
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	8	0	0
EBIT (justerat)	375	498	623	741	901	960
Förvävsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA (justerat)	375	499	624	742	902	961
Finansiella intäkter	2	5	5	5	5	5
Finansiella kostnader	-21	-24	-14	-27	-28	-17
Resultat före skatt	315	472	594	727	878	948
Skatter	-67	-101	-133	-142	-176	-190
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-8	-9	-10
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	577	693	749
Nettoresultat (justerat)	280	376	472	568	693	749

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	1 582	2 189	2 776	3 370	3 370	3 370
Övriga immateriella tillgångar	1	4	4	4	4	4
Materiella anläggningstillgångar	171	257	383	383	383	383
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	11	11	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	1 763	2 461	3 174	3 768	3 768	3 768
Varulager	29	45	45	56	62	65
Kundfordringar	698	874	995	1 232	1 381	1 444
Övriga omsättningstillgångar	308	479	628	761	845	881
Likvida medel	218	317	386	352	334	326
Summa omsättningstillgångar	1 253	1 715	2 054	2 400	2 622	2 717
SUMMA TILLGÅNGAR	3 016	4 176	5 228	6 168	6 390	6 485
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	1 068	1 483	1 960	2 402	2 922	3 472
Minoritetsintressen	0	2	12	20	29	39
Summa eget kapital	1 068	1 485	1 972	2 421	2 950	3 511
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 223	1 313	741	162
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	64	86	86	86	86	86
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	874	1 186	1 309	1 399	827	248
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	103	103	103
Leverantörsskulder	317	420	588	704	789	825
Skatteskulder	34	34	34	34	34	34
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1222	1506	1687	1764
Summa kortfristiga skulder	1 074	1 505	1 947	2 347	2 613	2 726
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 016	4 176	5 228	6 168	6 390	6 485

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	577	693	749
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	191	215	225
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	20	26	11
Kassaflöde från den operationella verksamheten	338	496	689	788	934	985
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-11	-27	-31	-32
Avyttringar	4	4	4	0	0	0
Fritt kassaflöde	335	488	682	761	903	953
Utdelningar	-52	-73	-115	-166	-182	-208
Nyemission / återköp	67	100	226	23	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-594	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-119	-58	-739	-753
Kassaflöde	2	93	92	-34	-18	-8
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	657	867	940	1 065	510	-62

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	4%	5%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	24%	12%	5%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	19%	22%	7%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	18%	22%	8%
Bruttomarginal	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,4%	11,1%	11,3%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,5%	8,8%	8,8%	8,4%	9,1%
Skattesats	25%	21%	21%	22%	20%	20%

EPB, Bolaget

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE, justerad	30%	30%	28%	26%	26%	24%
ROCE, justerad	22%	22%	21%	21%	24%	26%
ROIC	25%	24%	24%	23%	26%	28%
Investeringar / omsättning	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rörelsekapital / omsättning	9%	9%	6%	6%	6%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x	1,5x	1,6x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoskuld (ex IFRS 16)	514	654	627	752	197	-375
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	940	1 065	510	-62
Soliditet	35%	36%	38%	39%	46%	54%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	48%	44%	17%	-2%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	1,2x	0,5x	-0,1x

EPB, Bolaget

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EPS, rapporterad	5,18	7,58	9,01	11,10	13,32	14,40
EPS, justerad	5,75	7,41	9,10	10,71	13,07	14,12
FCF per aktie	7,00	9,99	13,48	14,63	17,37	18,33
Utdelning per aktie	1,50	2,30	2,70	3,20	3,50	4,00
Eget kapital per aktie	22,3	30,4	39,0	46,6	56,7	67,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	48,8	50,7	51,8	53,0	53,0	53,0

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E, justerat	12,0x	18,3x	27,6x	40,1x	32,9x	30,4x
P/EK	3,1x	4,4x	6,4x	9,2x	7,6x	6,4x
P/FCF	9,9x	13,5x	18,6x	29,4x	24,8x	23,5x
Direktavkastning	2,2%	1,7%	1,1%	0,7%	0,8%	0,9%
Utdelningsandel, justerad	26%	31%	30%	30%	27%	28%
EV/Sales	0,9x	1,3x	1,9x	2,7x	2,3x	2,2x
EV/EBITDA, justerat	8,8x	12,6x	18,0x	25,6x	20,8x	19,1x
EV/EBIT, justerat	10,6x	15,0x	21,9x	31,6x	25,4x	23,2x
Aktiekurs, årets slut	69,0	135,2	251,0	430,0	430,0	430,0
EV, årets slut	3 958	7 471	13 643	23 428	22 873	22 302

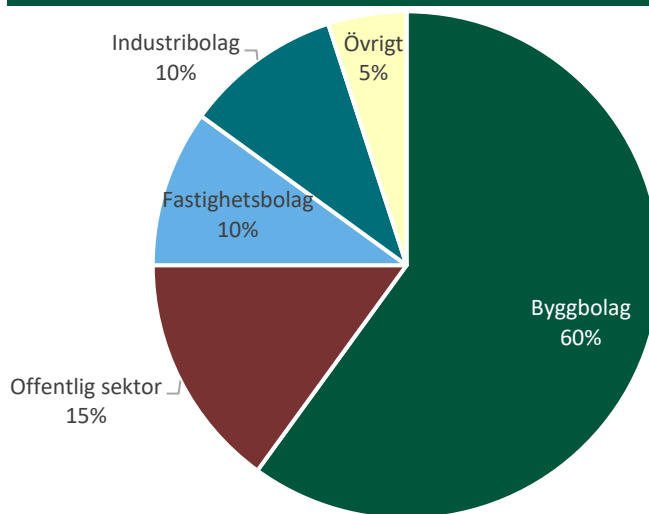
EPB, Bolaget

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Swedbank Robur	8,8%
Per Sjöstrand	8,4%
Capital Group	8,1%
AMF	4,9%
Odin Fonder	4,5%
Ordförande	Per Sjöstrand
Verkställande direktör	Robin Boheman
Finansdirektör	Christina Kassberg
Investerarkontakt	Fredrik Trahn
Hemsida	https://www.instalco.se

Bolaget, EPB

Slutmarknader



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