



# Bergs Timber

## Kapitalmarknadsdag med fokus på tillväxt

### Fokus på dotterbolagen vid Bergs KMD

Bergs genomförde under onsdagen en kapitalmarknadsdag med fokus på presentationer av ledningarna för dotterbolagen. Målsättningarna för bolaget är oförändrade, och Bergs visade på ett tydligt sätt hur de avser exekvera på strategin i syfte att nå sina mål. En dubblad kapacitet inom 3-4 år inom viktiga områden som produktionen av modulhus samt även vad gäller antalet showrooms för Joinery/PTPG stödjer.

### Indikatorerna pekar nedåt

Lagren stiger och prisförväntningarna är negativa vad gäller svensk sågverksindustri, vilket innebär en risk inför rapporterna för Q4'21. Övrig trävaruindustri ser stabilare ut, vilket ger stöd vad avser Bergs. Såväl volymer som prisförväntningar har toppat ut, men lagren ser ut att ligga kvar på låga nivåer. På Bergs kapitalmarknadsdag beskrev bolaget en situation med välfyllda orderböcker, men priser som är på väg ned.

### Risk i aktien på kort sikt

Vi lämnar våra prognoser oförändrade efter Bergs kapitalmarknadsdag. Med tanke på det negativa prismomentum för trävaror ser vi en risk i aktien på kort sikt. När indikatorerna åter vänder upp igen infinner det sig sannolikt ett bra köpläge i aktien. Vi ser en uppsida värderingsmässigt till vårt motiverade värde på 6,80-7,00 kr, från vilket det kan finnas ytterligare uppsida på sikt givet en lyckad förvävsstrategi.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	6.8 - 7.0	
EPS, just 21e	1.13	1.13	0.0%	Omsättning, mkr	2,149	3,021	3,336	3,710	Aktiekurs	SEK5.0
EPS, just 22e	0.54	0.54	0.0%	tillväxt	5%	41%	10%	11%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.59	0.59	0.0%	EBITDA, mkr	212	497	317	350		
				EBIT, mkr	137	420	236	263		
				EPS, just	0.3	1.1	0.5	0.6		
				EPS tillväxt	144%	273%	(53)%	11%		
				EK/aktie	3.6	4.5	4.8	5.2		
				Utdelning/aktie	0.2	0.3	0.2	0.2		
				EBIT-marginal	6.4%	13.9%	7.1%	7.1%		
				ROE	8.4%	24.9%	11.2%	11.5%		
				ROCE	9.5%	22.1%	11.9%	12.4%		
				EV/Försäljning	0.9x	0.7x	0.6x	0.5x		
				EV/EBITDA	9.3x	4.0x	6.2x	5.7x		
				EV/EBIT	14.4x	4.7x	8.4x	7.5x		
				P/E, just	16.4x	4.4x	9.3x	8.4x		
				P/EK	1.4x	1.1x	1.0x	1.0x		
				Direktavkastning	6.5%	6.0%	4.0%	4.0%		
				FCF yield	64.1%	(1.4)%	12.9%	1.8%		
				Nettosk./EBITDA	(0.2)g	0.1g	(0.2)g	(0.1)g		

Kommande händelser		
Q4 2021		
Q1 2022	3 februari 2022	
Q2 2022	5 maj	
Q3 2022	25 juli	
Q4 2022	27 oktober	
	2 februari 2023	

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	347m
Börsvärde	1,723
Nettoskuld	256
EV	1,979
Free float	37%
Daglig handelsvolym, snitt	1,282(k)
Reuters/Bloomberg	BRGB.ST/BRGB:SS

#### Kursutveckling 12 mån

#### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



# Sammanfattning

---

## Kapitalmarknadsdag med fokus på tillväxt

### Investment Case

---

Bergs nya struktur, med fokus på förädlade träprodukter som t ex nyskapande träskydd inom Wood Protection samt kundanpassade dörrar, fönster, trädgårdsmöbler och modulhus inom Joinery, innebär en stabil grund för tillväxt framöver. I takt med att den om än välskötta och lönsamma sågverksrörelsen minskar i betydelse för Bergs, kommer fokus från aktiemarknaden att i allt högre grad falla på bolagets tillväxtmöjligheter och stabilitet i lönsamheten för de förädlade produkterna. Bergs låga skuldsättning innebär stora möjligheter att växa även genom förvärv framöver.

### Bolagsprofil

---

Bergskoncernen består av en grupp självständiga dotterbolag med tydligt resultatansvar som utvecklar, producerar och marknadsför förädlad trä för olika tillämpningar. Med mångårig erfarenhet av trä och med stor kompetens kring vidareförädling, bidrar Bergs till att bygga ett hållbart samhälle baserat på förnybar råvara från hållbart brukade skogar i Östersjöregionen. Verksamheten bedrivs i Sverige, Estland, Lettland och Storbritannien och försäljning sker till ett 20-tal länder. De största marknaderna utgörs av Skandinavien, Baltikum, Storbritannien och Frankrike. Huvudkontor och koncernledning är baserade i Sverige. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq sedan 1984.

### Värdering

---

Vi sätter värderingen av Bergs i perspektiv från flera infallsvinklar. Dels hur bolaget värderas utifrån dess historik. Mer relevant, och vad vi baserat vår grundvärdering på, är en värdering med utgångspunkt i bolagets nya och stabilare struktur. Vi resonerar även kring vad en lyckad förvärvsstrategi kan innebära. Risken i Bergs är enligt vår mening medelhög.

### Motiverat värde

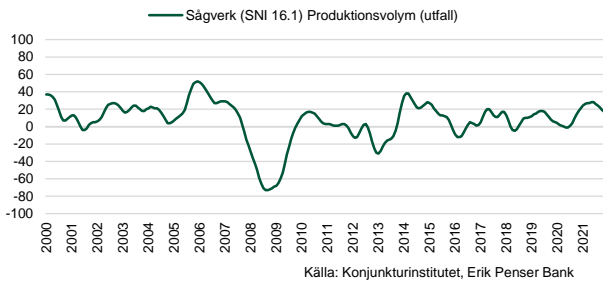
---

Motiverat värde uppgår till 6,80-7,00 kr, exklusive förvärv. Inklusivt en förväntan om fortsatta förvärv stiger värderingen till upp emot 9,00 kr.

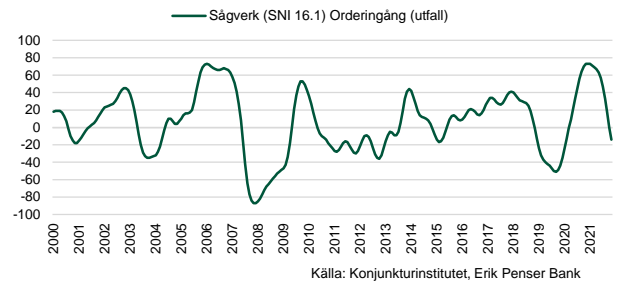
## Sågverk - konjunkturbarometern, november 2021

Volymerna inom svensk sågverksindustri ser ut att vara förhållandevis stabila under hösten, medan momentum i orderingen dock vänt ned efter en mycket stark uppgång under 2020 och inledningen på 2021. I samband med detta så stiger lagren och prisförväntningarna är entydigt negativa, vilket innebär en risk inför rapporterna för Q4'21 då det gäller exponering mot sågverkskonjunkturen.

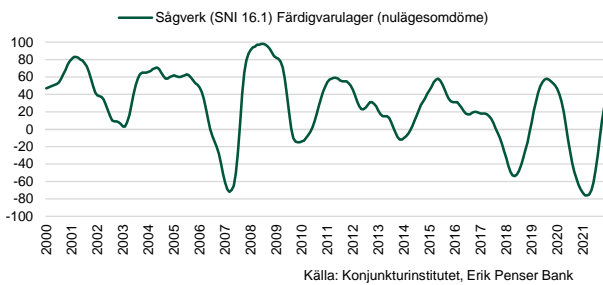
### Produktionsvolym



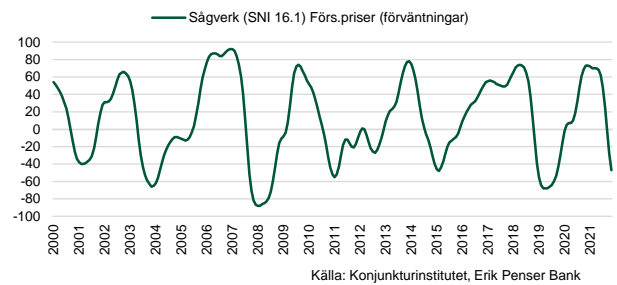
### Orderingång



### Färdigvarulager



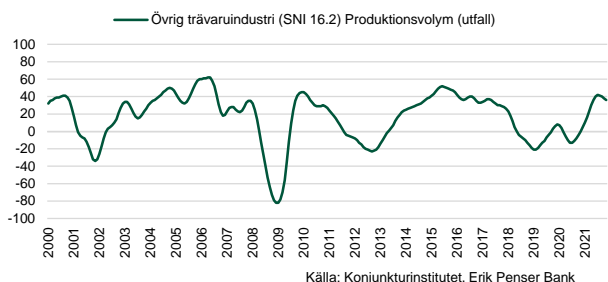
### Prisförväntningar



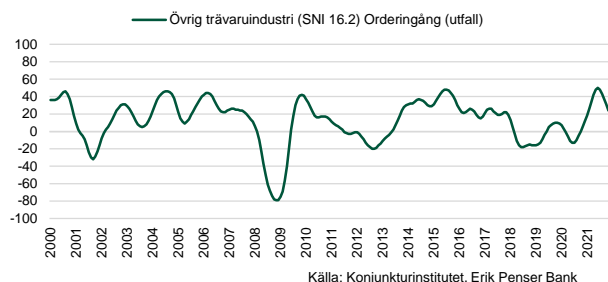
## Övrig trävaruindustri - konjunkturbarometern, november 2021

Övrig trävaruindustri ser stabilare ut. Såväl volymer som prisförväntningar har toppat ut, men lagren ser ut att ligga kvar på låga nivåer, något som borgar för mer stabilitet framöver jämfört med renodlade sågverk. På Bergs kapitalmarknadsdag beskrev bolaget en situation med full orderböcker, men priser som är på väg ned.

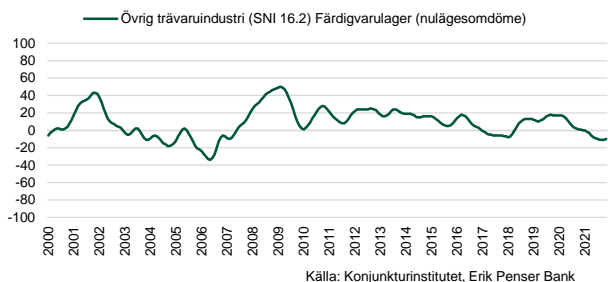
### Produktionsvolym



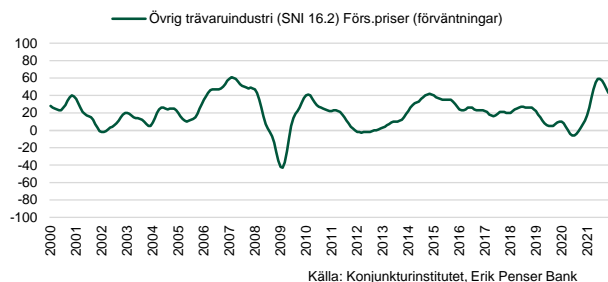
### Orderingång



### Färdigvarulager



### Prisförväntningar



## DCF

Vi kompletterar värderingen av Bergs med en DCF-modell, även om motiverat värde bestäms av multiplar på de närmaste årens vinster. Detta för att inte tappa cyklicaliteten i synen på aktien, något som annars är lätt hänt om synen baseras på en DCF-modell. Multipelmässigt har vi argumenterat för en rabatt på ca 20% relativt Inwido, som nu handlas till ca EV/EBITDA 9,5x 2021e. Detta ger en målmultipel för Bergs om ca 7,5x, vilket i sin tur kan översättas till en implicit WACC om 13,4%, vilken vi använder i DCF-modellen. En lägre cyklicalitet på sikt kan komma att innebära en lägre risk samt högre multipel/lägre avkastningskrav.

## DCF

### DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 048		
PV of terminal value (perpetuity formula)	864		
Enterprise value	1 912		
Latest net debt	256		
Minority interests & other	0		
<b>Equity value</b>	<b>1 656</b>		
No. of shares outstanding (millions)	347		
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>4,78</b>		
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,8	6,0	5,5
EV/EBIT	4,6	8,1	7,3
EV/NOPLAT	5,7	10,2	9,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			4,97

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	6,4%
Beta	1,0
Cost of equity	13,4%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	13,4%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	6,7%
Depreciation (% of sales)	2,3%
Capex (% of sales)	2,3%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

### Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,4%	5,0	5,3	5,5	5,8	6,2
	12,9%	4,7	4,9	5,1	5,4	5,7
	13,4%	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3
	13,9%	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9
	14,4%	3,8	4,0	4,2	4,3	4,5
		Long-term EBIT margin				
		1,7%	4,2%	6,7%	9,2%	11,7%
WACC	12,4%	2,0	3,8	5,5	7,3	9,1
	12,9%	1,9	3,5	5,1	6,8	8,4
	13,4%	1,7	3,3	4,8	6,3	7,8
	13,9%	1,6	3,0	4,5	5,9	7,3
	14,4%	1,5	2,9	4,2	5,5	6,8

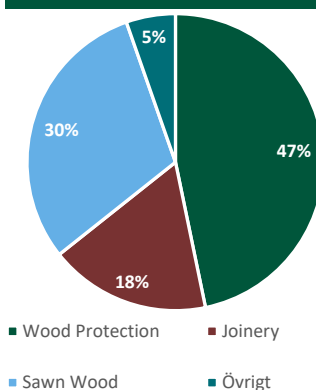
## EPB

## Bolagsfakta

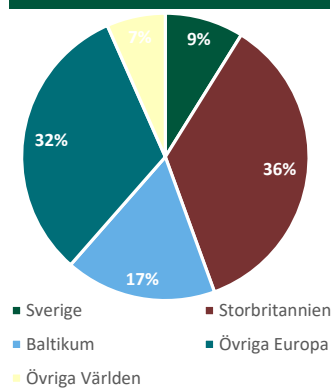
Största aktieägare	Röster	Aktier
Norvik Hf	58,7%	58,7%
Åke och Christina Bergh	3,4%	3,4%
Futur Pension	3,0%	3,0%
Nordnet Pension	2,8%	2,8%
Övriga	32,0%	32,0%
Ordförande	Michael Bertorp	
Verkställande direktör	Peter Nilsson	
Finansdirektör	Anders Marklund	
Investerarkontakt	Peter Nilsson / Anders Marklund	
Hemsida	www.bergstimber.com	

Källa: Bolaget, Holdings.se

## Sales/segment (Q3'21)



## Sales/geografi (Q3'21)



## Resultaträkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	2 056,0	2 149,0	3 020,9	3 336,3	3 709,6
Råvaror och förnödenheter	-1 431,0	-1 311,0	-1 846,9	-2 122,8	-2 362,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>625,0</b>	<b>838,0</b>	<b>1 174,0</b>	<b>1 213,5</b>	<b>1 347,6</b>
Förändring av produkter i arbete och färdiga varor	18,0	-30,0	92,9	73,2	81,4
Övriga rörelseintäkter	42,0	5,0	8,0	4,6	5,1
Övriga externa kostnader	-298,0	-341,0	-391,3	-466,7	-519,2
Personalkostnader	-254,0	-260,0	-386,3	-507,8	-565,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Av- och nedskrivningar	-60,0	-75,0	-77,5	-80,9	-87,0
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>133,0</b>	<b>212,0</b>	<b>497,4</b>	<b>316,8</b>	<b>349,9</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>73,0</b>	<b>137,0</b>	<b>419,8</b>	<b>235,8</b>	<b>262,9</b>
Finansnetto	-33,0	-44,0	-2,0	-2,0	-4,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>40,0</b>	<b>93,0</b>	<b>417,8</b>	<b>233,8</b>	<b>258,9</b>
Skatt	3,0	12,0	-26,2	-48,2	-53,3
<b>Periodens resultat</b>	<b>43,0</b>	<b>105,0</b>	<b>391,6</b>	<b>185,7</b>	<b>205,6</b>

EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>					
Immateriella tillgångar	193,0	187,0	260,0	260,0	260,0
Materiella anläggningstillgångar inkl nyttjanderättstillgångar	948,0	665,0	738,1	807,6	921,1
Finansiella anläggningstillgångar	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Uppskjutna skattefordringar	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 150,0</b>	<b>859,0</b>	<b>1 005,1</b>	<b>1 074,6</b>	<b>1 188,1</b>
Varulager	667,0	349,0	604,2	533,8	593,5
Kortfristiga fordringar	328,0	241,0	338,8	333,6	371,0
Likvida medel	86,0	242,0	279,4	397,7	359,7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 081,0</b>	<b>832,0</b>	<b>1 222,4</b>	<b>1 265,2</b>	<b>1 324,2</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 231,0</b>	<b>1 691,0</b>	<b>2 227,4</b>	<b>2 339,8</b>	<b>2 512,3</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>					
Eget kapital	1 102,0	1 251,0	1 573,3	1 654,9	1 791,1
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 102,0</b>	<b>1 251,0</b>	<b>1 573,3</b>	<b>1 654,9</b>	<b>1 791,1</b>
Räntebärande skulder	604,0	168,0	298,0	298,0	298,0
Övriga långfristiga skulder och avsättningar	2,0	5,0	5,6	6,2	6,8
Uppskjutna skatteskulder	17,0	19,0	19,0	19,0	19,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>623,0</b>	<b>192,0</b>	<b>322,6</b>	<b>323,2</b>	<b>323,8</b>
Räntebärande skulder	157,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Ej räntebärande skulder	349,0	206,0	289,6	319,8	355,6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>506,0</b>	<b>248,0</b>	<b>331,6</b>	<b>361,8</b>	<b>397,6</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>2 231,0</b>	<b>1 691,0</b>	<b>2 227,4</b>	<b>2 339,9</b>	<b>2 512,5</b>

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat efter finansiella poster (inkl. avvecklad verksamhet)	45,0	184,0	417,8	233,8	258,9
Justeringar	64,0	39,0	77,5	80,9	87,0
Betalad skatt	0,0	0,0	-26,2	-48,2	-53,3
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>109,0</b>	<b>223,0</b>	<b>469,1</b>	<b>266,6</b>	<b>292,6</b>
Förändring av rörelsekapital	38,0	132,0	-269,4	105,8	-61,3
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>147,0</b>	<b>355,0</b>	<b>199,7</b>	<b>372,4</b>	<b>231,3</b>
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-131,0	-69,0	-150,0	-150,0	-200,0
Förvärv / försäljning av verksamhet	-25,0	390,0	-73,0		
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	11,0	6,0			
Förändring av finansiella tillgångar	8,0	0,0			
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-137,0</b>	<b>327,0</b>	<b>-223,0</b>	<b>-150,0</b>	<b>-200,0</b>
Förändring av finansiella fordringar och skulder	35,0	-524,0	130,0	0,0	0,0
Utbetalad utdelning	-34,0	0,0	-69,3	-104,0	-69,3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>1,0</b>	<b>-524,0</b>	<b>60,7</b>	<b>-104,0</b>	<b>-69,3</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>11,0</b>	<b>158,0</b>	<b>37,4</b>	<b>118,3</b>	<b>-38,0</b>
Likvida medel vid periodens början	74,0	86,0	242,0	279,4	397,7
Kursdifferens i likvida medel	1,0	-2,0			
Likvida medel vid periodens slut	86,0	242,0	279,4	397,7	359,7

EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	5%	41%	10%	11%
EBIT-tillväxt	88%	206%	-44%	11%
EPS-tillväxt	144%	273%	-53%	11%
Bruttomarginal	39,0%	38,9%	36,4%	36,3%
EBITDA-marginal	9,9%	16,5%	9,5%	9,4%
EBIT-marginal	6,4%	13,9%	7,1%	7,1%
Skattesats	-13%	6%	21%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	8%	25%	11%	11%
ROCE	9%	22%	12%	12%
Investeringar	69	150	150	200
Investeringar / omsättning	3%	5%	4%	5%
Varulager / omsättning	16%	20%	16%	16%
Kundfordringar / omsättning	11%	11%	10%	10%
Leverantörsskulder / omsättning	10%	10%	10%	10%
Rörelsekapital / omsättning	16%	20%	15%	15%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,5x	1,5x	1,5x

## Finansiell ställning

	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	-32	61	-58	-20
Soliditet	74%	71%	71%	71%
Nettoskuldsättningsgrad	-3%	4%	-3%	-1%
Nettoskuld / EBITDA	-0,2x	0,1x	-0,2x	-0,1x

## Aktiedata

	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	0,30	1,13	0,54	0,59
EPS, justerad	0,30	1,13	0,54	0,59
FCF per aktie	1,97	-0,07	0,64	0,09
Utdelning per aktie	0,20	0,30	0,20	0,20
Eget kapital per aktie	3,6	4,5	4,8	5,2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	346,7	346,7	346,7	346,7

## Värdering

	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	10,1x	4,4x	9,3x	8,4x
P/EK	0,9x	1,1x	1,0x	1,0x
P/FCF	1,6x	neg	7,7x	55,1x
Direktavkastning	6,5%	6,0%	4,0%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	66%	27%	37%	34%
EV/Sales	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	4,9x	3,6x	5,3x	4,9x
EV/EBIT, justerat	7,5x	4,2x	7,1x	6,5x
Aktiekurs, årets slut	3,1	5,0	5,0	5,0
EV, årets slut	1 032	1 784	1 666	1 704

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 grundas 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)