



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sverige | 31 Januari 2022

BE Group

Stark avslutning på 2021

Stark avslutning på året

BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 135 mkr i Q4'21 (12), vilket innebar en stark avslutning på ett rekordår som gav en underliggande EBIT om 529 mkr (96). Stigande priser drev upp omsättningen under 2021, men framför allt var det BE Groups möjligheter att höja marginalerna som drev resultatutvecklingen. Styrelsen föreslår att dela ut 12 kr per aktie (0).

Sannolikt ett mer stabilt 2022 att vänta

Q4'21 innebar, som väntat, viss marginalkontraktion efter successiv expansion från botten Q4'20 dessförinnan. 2022 bör sannolikt visa på en något lägre marginal, men förutsättningarna för en i ett historiskt perspektiv god lönsamhet finns kvar. BE Groups kunder indikerar en stark efterfrågan inför det kommande året, medan välkända teman som t ex komponentbrister kan störa bilden.

Höjda prognoser och fortsatt uppsida i aktien

Vi räknar även fortsatt med att 2021 gav vad som kommer att betraktas som toppvinster för BE Group. Utgångsläget inför 2022 är dock starkt, och vi har höjt EBIT-prognoserna med i snitt 20% för 2022/2023. Motiverat värde uppgår till 145-150 kr per aktie (125-130). BE Group delar ut 12 kr per aktie i år, och direktavkastningen är något som kommer att sätta ljus på den låga värderingen även framöver.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	145.0 - 150.0	
EPS, justerad 22e	29.57	23.42	26.3%	Omsättning, mkr	5,388	5,708	5,751	5,924	Aktiekurs	SEK125.0
EPS, justerad 23e	29.63	25.58	15.8%	Tillväxt	47%	6%	1%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	31.09	31.09	0.0%	EBITDA, mkr	739	619	620	644	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, mkr	621	500	501	525		
Q1 2022		21 april	EPS, justerad	38.1	29.6	29.6	31.1			
Q2 2022		13 juli	EPS tillväxt	12,275%	(22)%	0%	5%			
Q3 2022		19 oktober	EK/aktie	108.8	126.4	144.0	163.1	Analytiker alexander.vilval@penser.se		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning/aktie	12.0	12.0	12.0			12.0
Antal aktier		13m	EBIT-marginal	11.5%	8.8%	8.7%	8.9%			
Börsvärde		1,623	ROE	35.0%	23.4%	20.6%	19.1%			
Nettoskuld		722	ROCE	29.1%	20.9%	19.1%	18.2%			
EV		2,345	EV/Sales	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x			
Free float		50%	EV/EBITDA	3.2x	3.8x	3.8x	3.6x			
Daglig handelsvolym, snitt		31(k)	EV/EBIT	3.8x	4.7x	4.7x	4.5x			
Reuters/Bloomberg		BEGR.ST/BEGR SS	P/E, justerad	3.3x	4.2x	4.2x	4.0x			
			Direktavkastning	9.1%	9.6%	9.6%	9.6%			
			FCF yield	0.3%	26.3%	29.1%	29.0%			
			Nettosk./EBITDA	1.0g	0.8g	0.3g	(0.2)g			



Sammanfattning

Stark avslutning på 2021

Investment Case

BE Group har levererat en mycket stark resultatutveckling i spåren av stigande stålpriser och en stark efterfrågan. Bolaget rider på en stark cykel samtidigt som de satt sig i en gynnsam situation att kapitalisera på detta genom det effektiviseringsarbete bolaget genomfört de senaste åren, vilket vi tror kan leda till en högre värdering av bolaget även på sikt jämfört med historiken samt kan ge fortsatt momentum till aktien på kort sikt.

Bolagsprofil

BE Group är ett handels- och servicebolag på den nordiska stålåterförsäljarmarknaden. Bolaget tillhandahåller handelsstål, specialstål, rostfritt stål och aluminium. Kunderna återfinns primärt inom tillverknings- och byggindustrin. Exempel på kunder inom respektive område är byggsmidensföretag, regionala byggföretag, byggmaterialhandeln, legotillverkare, stålåterförsäljare, OEM-kunder.

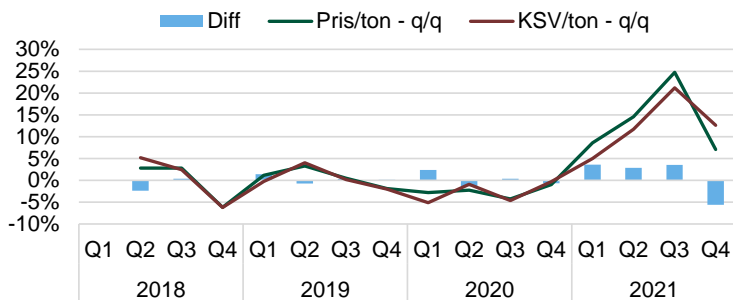
Värdering

Vi är positiva till BE Group-aktien. Med ett väl hanterat 2020 som bas, och med en rekordstark utveckling 2021, tror vi att aktien har potential att utvecklas väl även framöver. Motiverat värde uppgår till 145 - 150 kr per aktie (125 - 130) och motsvarar EV/Sales kring 0,35x avseende våra prognoser för 2022e och 2023e, inräknat utdelningar.

Stark bruttomarginal

BE lyckades under 2021 att höga marginalerna under en period med mycket stark prisutveckling, vilket är ett styrketecken avseende affärsmodellen. I Q4'21 så kom dock marginalen tillbaka något, vilket var förväntat, och inför 2022 så räknar vi med en något lägre nivå. Detta är den enskilt viktigaste faktorn för resultatutvecklingen, och aktien framöver, och vi räknar med en i ett historiskt perspektiv förhållandevis hög bruttomarginal även framöver. Om än något lägre än vad som levererades 2021.

BE Group - Bruttomarginal - In- och utpriser (kr/ton)

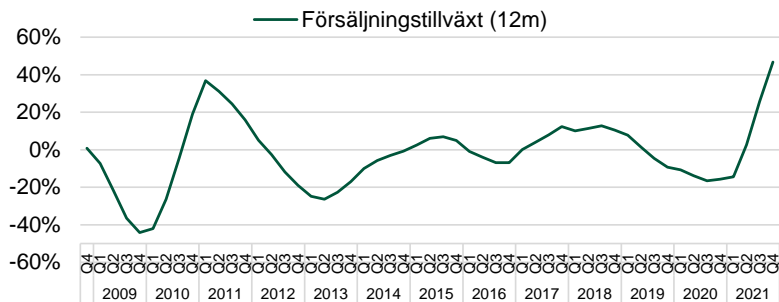


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Rekordhög tillväxt drivet av stigande priser

BE Group levererade en försäljningstillväxt om nära 50% y/y 2021, drivet av stigande priser. Det är något högre än vad som sågs efter finanskrisen 2008/2009. Med stabilare priser framöver räknar vi med att tillväxten kommer ned framöver.

Försäljningstillväxt - Rullande 12 månader

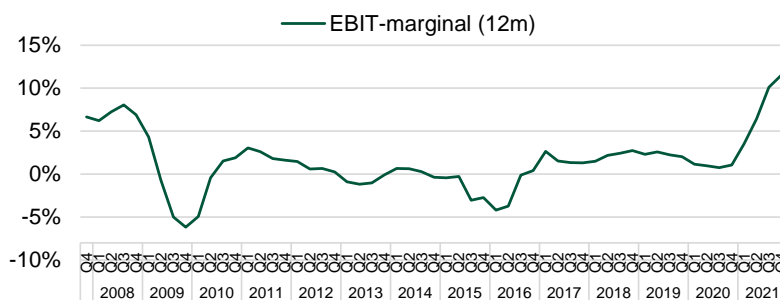


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Ny toppmarginal 2021 efter högre botten 2020

2021 är ytterligare ett år vilket kan ses som ett kvitto på det strukturella arbete bolaget gjort de senaste åren. 2020 var ett svagt stålår, men trots detta visade BE Group på stabilitet, och nu vid ett 2021 som på många sett måste betraktas som ett toppår, så levererar även BE Group historiska toppresultat. Detta indikerar att basen är högre nu, vilket även kan slå igenom ytterligare på värderingen framöver.

Rörelsemarginal - Rullande 12 månader

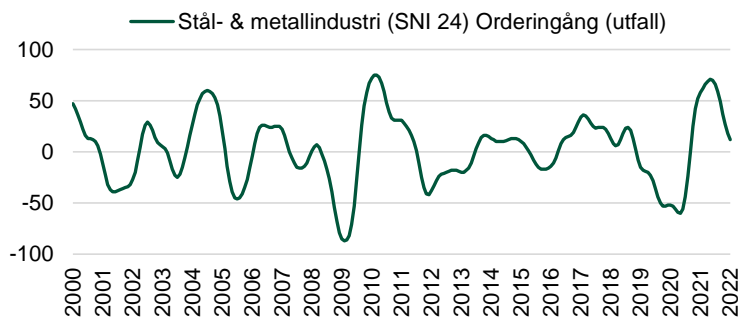


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Svagare cykel mot slutet av 2021, efterfrågan ser stark ut inför 2022

Avslutningen på året, rent cykliskt, var något svagare. Indikatorerna visar på en tillbakagång i orderingång, men utsikterna inför 2022 pekar på att kunderna har starka orderböcker och expansiva planer, något som talar för BE Group. Problem i leveranskedjor samt potentiell komponentbrist är även fortsatt något som kan innebära störningsmoment.

Orderingång - Stål- & metallindustri

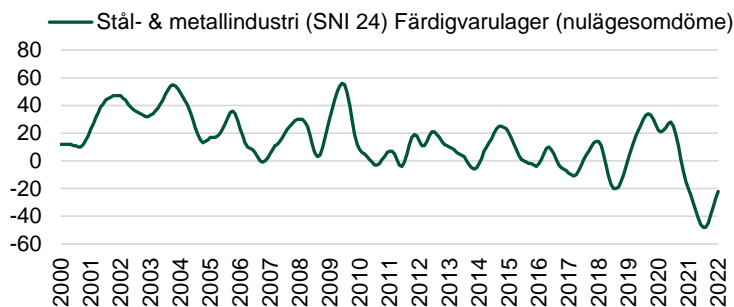


Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

Lagernivåerna har vänt upp från rekordlåga nivåer

Lagernivåerna i industrin ser ut att stiga, men från rekordlåga nivåer, något som talar för en fortsatt stram marknadssituation där kunder sannolikt prioriterar leveranser över pris, något som även speglas i prisförväntningarna.

Färdigvarulager - Stål & metallindustri

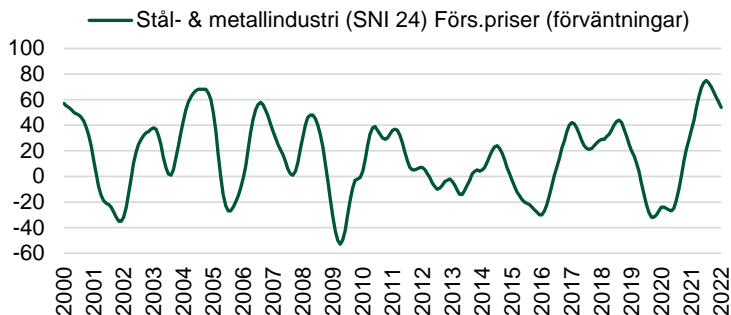


Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

Stabilare priser att vänta 2022

Prisförväntningarna är på väg ned något, men från extremt höga nivåer. Sannolikt ser vi en stabilare prisbild 2022, även om vi inledningsvis kan se något lägre priser än i Q4'21.

Förväntade försäljningspriser - Stål & metallindustri

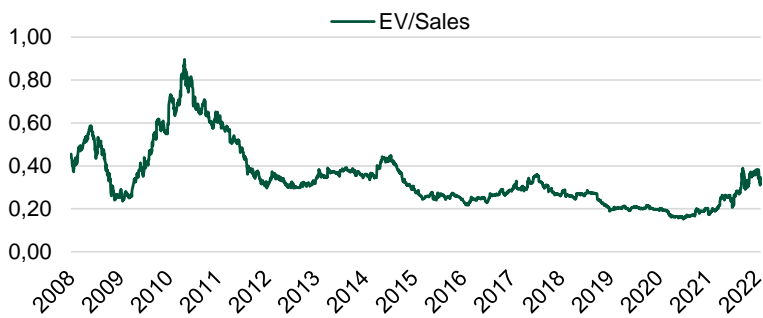


Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

Värdering som inte sticker ut

Kursuppgången i BE Group har drivits av den starka lönsamhetsutvecklingen, och värderingen ser fortsatt inte utmanande ut. Vi argumenterar även fortsatt för en mål-multipel om 0,35x EV/Sales och applicerar denna på våra prognoser för 2022 och 2023, vilket leder oss till ett motiverat värde på 145 - 150 kr per aktie (125 - 130). I detta ingår föreslagen utdelning om 12 kr per aktie i år, samt även 12 kr nästa år. Den höga direktavkastningen är sannolikt något som kan driva intresset för aktien vidare.

EV/Sales - Rullande 12m (trailing)



Källa: Erik Penser Bank

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			2 607
PV of terminal value (perpetuity formula)			-27
Enterprise value			2 580
Latest net debt			722
Minority interests & other			0
Equity value			1 858
No. of shares outstanding (millions)			13
Equity value per share (SEK)			143

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,2	4,2	4,0
EV/EBIT	5,2	5,2	4,9
EV/NOPLAT	6,5	6,5	6,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			125,00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	3,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	4,0%
Working cap. (% of sales)	15,8%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.0%	156	154	151	147	143
	9.5%	152	149	147	144	140
	10.0%	147	145	143	140	137
	10.5%	143	142	139	137	134
	11.0%	139	138	136	134	131

		Long-term EBIT margin				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
WACC	9.0%	76	113	151	188	225
	9.5%	80	114	147	180	213
	10.0%	83	113	143	173	203
	10.5%	85	112	139	166	194
	11.0%	87	111	136	160	185

EPB

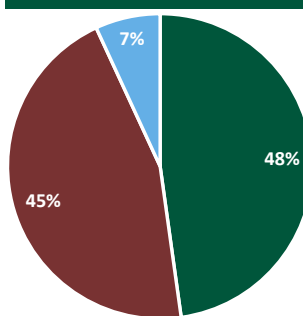
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Svedulf Fastighets AB	24,5%	24,5%
Traction	24,4%	24,4%
Avanza Pension	5,3%	5,3%
Nordnet Pension	1,3%	1,3%
Övriga	44,5%	44,5%

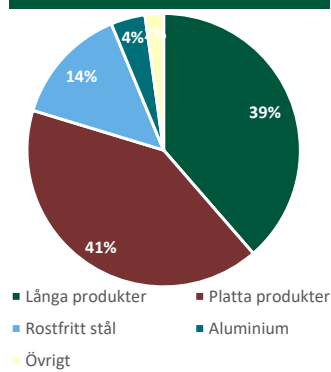
Ordförande	Jörgen Zahlin
Verkställande direktör	Peter Andersson
Finansdirektör	Christoffer Franzén
Investerarkontakt	Christoffer Franzén
Hemsida	www.begroup.com

Källa: Bolaget, holdings.se

Sales/land 12m



Sales/produkt 12m



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 672,0	5 388,0	5 708,1	5 751,2	5 923,7
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 124,0	-4 286,0	-4 691,2	-4 726,6	-4 868,4
Bruttoresultat	669,0	605,0	548,0	1 102,0	1 016,9	1 024,6	1 055,3
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-371,0	-418,0	-425,0	-430,0	-435,0
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-110,0	-110,0	-115,0	-117,0	-120,0
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-35,0	-18,0	-25,0	-25,0	-25,0
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	7,0	65,0	48,0	48,3	49,8
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-115,0	-118,0	-119,0	-119,0	-119,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	170,0	201,0	154,0	739,0	618,9	619,9	644,1
Rörelseresultat (EBIT)	132,0	88,0	39,0	621,0	499,9	500,9	525,1
Finansnetto	-16,0	-16,0	-28,0	-17,0	-16,3	-16,4	-16,7
Resultat före skatt	116,0	72,0	11,0	604,0	483,6	484,5	508,4
Skatt	-36,0	-22,0	-7,0	-109,0	-99,6	-99,8	-104,7
Periodens resultat	80,0	50,0	4,0	495,0	383,9	384,7	403,7

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar							
Goodwill	563,0	566,0	557,0	561,0	561,0	561,0	561,0
Övriga immateriella anläggningstillgångar	6,0	7,0	5,0	9,0	6,0	3,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	111,0	89,0	89,0	90,0	92,0	94,0	96,0
Nyttjanderättstillgångar	0,0	540,0	541,0	479,0	409,4	319,6	239,2
Andelar i joint venture	113,0	110,0	117,0	182,0	182,0	182,0	182,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skattefordran	33,0	21,0	24,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Summa anläggningstillgångar	826,0	1 333,0	1 333,0	1 326,0	1 255,4	1 164,6	1 083,2
Varulager	651,0	642,0	501,0	1 033,0	1 094,4	1 102,6	1 135,7
Kundfordringar	470,0	387,0	376,0	653,0	691,8	697,0	717,9
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	42,0	39,0	41,3	41,6	42,9
Likvida medel	108,0	168,0	166,0	54,0	325,3	641,4	955,9
Summa omsättningstillgångar	1 292,0	1 254,0	1 085,0	1 779,0	2 152,8	2 482,7	2 852,4
Summa tillgångar	2 118,0	2 587,0	2 418,0	3 105,0	3 408,2	3 647,3	3 935,6
Eget kapital och skulder							
Eget kapital	892,0	922,0	905,0	1 413,0	1 641,1	1 870,1	2 117,9
Summa eget kapital	892,0	922,0	905,0	1 413,0	1 641,1	1 870,1	2 117,9
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	321,0	287,0	287,0	287,0	287,0
Långfristiga leasingkulder	0,0	449,0	457,0	394,0	417,4	420,6	433,2
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatteskuld	44,0	44,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Summa långfristiga skulder	587,0	1 029,0	820,0	723,0	746,4	749,6	762,2
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	1,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kortfristiga leasingkulder	0,0	92,0	84,0	87,0	87,0	87,0	87,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	414,0	641,0	679,1	684,2	704,7
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	162,0	229,0	242,6	244,4	251,8
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	32,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Summa kortfristiga skulder	639,0	636,0	693,0	969,0	1 020,7	1 027,6	1 055,5
Summa eget kapital och skulder	2 118,0	2 587,0	2 418,0	3 105,0	3 408,2	3 647,3	3 935,6

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	132,0	88,0	39,0	621,0	499,9	500,9	525,1
Justeringar	29,0	83,0	113,0	13,0	102,7	102,6	102,3
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	-10,0	-67,0	-99,6	-99,8	-104,7
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	145,0	169,0	142,0	567,0	502,9	503,7	522,7
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	199,0	-535,0	-50,8	-6,8	-27,4
Kassaflöde från den löpande verksamheten	86,0	200,0	341,0	32,0	452,1	496,9	495,3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0	0,0	-1,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0	0,0	1,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0	0,0	0,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-32,0	-38,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0	-121,0	-155,8	-155,8	-155,8
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0	-121,0	-155,8	-155,8	-155,8
Periodens kassaflöde	44,0	58,0	2,0	-114,0	271,3	316,1	314,5
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	166,0	54,0	325,3	641,4
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0	-4,0	2,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	166,0	54,0	325,3	641,4	955,9

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-9%	-16%	47%	6%	1%	3%
EBIT-tillväxt	-33%	-56%	1492%	-20%	0%	5%
EPS-tillväxt	-38%	-92%	12275%	-22%	0%	5%
Bruttomarginal	13,9%	14,9%	20,5%	17,8%	17,8%	17,8%
EBITDA-marginal	4,6%	4,2%	13,7%	10,8%	10,8%	10,9%
EBIT-marginal	2,0%	1,1%	11,5%	8,8%	8,7%	8,9%
Skattesats	31%	64%	18%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	5%	0%	35%	23%	21%	19%
ROCE	5%	2%	29%	21%	19%	18%
Investeringar	38	21	25	25	25	25
Investeringar / omsättning	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Varulager / omsättning	15%	14%	19%	19%	19%	19%
Kundfordringar / omsättning	9%	10%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	11%	12%	12%	12%	12%

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	915	697	722	474	161	-141
Soliditet	36%	37%	46%	48%	51%	54%
Nettoskuldsättningsgrad	73%	64%	41%	22%	6%	-5%
Nettoskuld / EBITDA	4,6x	4,5x	1,0x	0,8x	0,3x	-0,2x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	3,85	0,31	38,13	29,57	29,63	31,09
EPS, justerad	3,85	0,31	38,13	29,57	29,63	31,09
FCF per aktie	14,48	24,65	0,46	32,90	36,35	36,22
Utdelning per aktie	0,00	0,00	12,00	12,00	12,00	12,00
Eget kapital per aktie	71,0	69,7	108,8	126,4	144,0	163,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	9,6x	122,0x	3,5x	4,2x	4,2x	4,0x
P/EK	0,5x	0,5x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	2,6x	1,5x	286,7x	3,8x	3,4x	3,5x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	9,1%	9,6%	9,6%	9,6%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	31%	41%	40%	39%
EV/Sales	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	6,9x	7,7x	3,3x	3,4x	2,9x	2,3x
EV/EBIT, justerat	15,9x	30,4x	3,9x	4,2x	3,6x	2,8x
Aktiekurs, årets slut	37,0	37,6	132,5	125,0	125,0	125,0
EV, årets slut	1 395	1 185	2 442	2 097	1 784	1 482

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