



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrial Conglomerates | Sweden | 14 February 2022

Midway Holding

Mer positiva i sina uttalanden

Accelererande organiskt tillväxt...

Efterfrågan ökade tydligt för merparten av Midways bolag i Q4. Även om Q4'20 var svagt är det positivt att den organiska tillväxten accelererade från 11% i Q3 till 26% i Q4. Norge ser en bred återhämtning i efterfrågan - även byggsektorn ser en återhämtning - och det uppdämda investeringsbehovet verkar hålla i sig. Danmark är fortsatt starkt medan Sverige har återhämtat sig från låga nivåer.

...och högre marginaler

Inköpspriser och störningar i leverantörskedjan pressade marginalerna i Q4 men prishöjningar har implementerats för att kompensera. Vertemax, förvärvet som konsoliderades i mars 2020, fortsatte att prestera mycket bra med en marginal på 16% men även exklusive Vertemax såg vi marginalerna expandera trots störningarna - marginalen var 3,7% exklusive Vertemax (2,0% i Q4'20).

Höjer estimat men sänker motiverat värde

Utsikterna ser bättre ut efter Q4 än efter Q3 och bolaget uttrycker sig mer optimistiskt om framtiden. Vi höjer våra estimat med 6% 2022-2023e men sänker vårt motiverade värde något till 35-37 kr (36-38 kr) då multiplarna för peer-gruppen har kontraherat. På sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Estimate Changes (kr)				Estimates (kr)					Risk and Potential	
	Now	Before		20	21	22e	23e	Motivated value	35.0 - 37.0	
EPS, adjusted 21	2.27	2.24	1.1%	Sales, mkr	588	863	951	1,010	Current price	SEK24.8
EPS, adjusted 22e	3.02	2.86	5.7%	Growth	(26)%	47%	10%	6%	Risk level	Medium
EPS, adjusted 23e	3.52	3.34	5.4%	EBITDA, mkr	66	134	172	197		
				EBIT, mkr	8	70	110	127		
				EPS, adjusted	0.1	2.3	3.0	3.5		
				EPS growth	nm	nm	33%	16%		
				Equity/share	17.2	19.8	22.0	24.8		
				Dividend/share	0.0	0.8	0.8	0.9		
				EBIT margin	1.4%	8.1%	11.6%	12.5%		
				ROE	(0.1)%	11.5%	14.5%	15.1%		
				ROCE	1.8%	12.4%	13.9%	14.3%		
				EV/Sales	1.6x	1.1x	1.0x	0.9x		
				EV/EBITDA	14.4x	7.1x	5.5x	4.8x		
				EV/EBIT	119.2x	13.6x	8.7x	7.5x		
				P/E, adjusted	307.5x	10.9x	8.2x	7.0x		
				P/Equity	1.4x	1.3x	1.1x	1.0x		
				Dividend yield	0.0%	3.1%	3.3%	3.7%		
				FCF yield	(0.7)%	(5.0)%	7.2%	5.5%		
				Net debt/EBITDA	0.5g	1.9g	1.3g	1.1g		

Calendar Events	
Delårsrapport Q1 2022	2022-04-28
Delårsrapport Q2 2022	2022-07-15
Delårsrapport Q3 2022	2022-10-27

Key Figures (mkr)	
Number of shares	27m
Market cap	678
Net debt	276
EV	954
Average number of daily traded shares	37(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

One Year Performance Chart

Analysts

markus.almerud@penser.se



Overview

Mer positiva i sina uttalanden

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.

Valuation approach

Vi ser ett motiverat värde på 32-33 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 senast genomförda förvärvet.

Kvartalet i detalj

Med 41% organisk tillväxt i Safe Access Solutions var divisionen motorn i tillväxten i Q4. Under kvartalet var det framför allt Norge som stod för den organiska tillväxten även om även Sverige gjorde bra ifrån sig i jämförelse med ett pandemityngt Q4'20. Utvecklingen i Storbritannien är mer avvaktande även om Vertemax gick väldigt bra.

Den positiva utvecklingen i norra Sverige skapar efterfrågan och ledde till ökande volymer till större kunder. Bedömningen är att det allmänna marknadsläget, inklusive i byggsektorn kommer att vara gynnsamt. I Norge fortsatte efterfrågan förbättras med ett ökat intresse för strategisk uthyrning samtidigt som en av kunderna valde att köpa ut en stor del av materialflottan som hyrts av HAKI. Danmark fortsatte att visa en god utveckling men visade negativ tillväxt på grund av ett väldigt starkt Q4'20.

Marginalen i Safe Access Solutions fortsatte att öka - vi såg 14,3% i Q4 vilket kan jämföras med 12,3% i Q3 och 9,1% i Q4'20. Under det fjärde kvartalet var har såväl tillväxt som lönsamhet visat höga tal inom Landqvist och NOM Holdings medan FAS Converting lyckades nå ett nollresultat trots den svaga omsättningen. Därmed fortsatte trenden från föregående kvartal under avslutningen av året.

Estimatförändringar

Med bakgrund av den bättre än väntade rapporten höjer vi våra EPS-estimat för 2022-2023 med 5-6%. I våra prognoser kring nettoskuldssättning har vi antagit 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 men lägre multiplar för peergruppen ser vi nu ett motiverat värde på 35-37 kr (36-38 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%	9%	8%	34%	36%	36%	12%	13%	15%	31%	26%	20%
Balco	-7%	32%	13%	26%	27%	27%	10%	12%	13%	-13%	60%	20%
Lindab	9%	5%	5%	31%	34%	33%	13%	13%	13%	26%	18%	5%
Nordic Waterproofing	10%	6%	3%	29%	28%	28%	11%	11%	11%	2%	12%	4%
Medel	2%	13%	7%	30%	31%	31%	11%	12%	13%	11%	29%	12%
Median	4%	8%	7%	30%	31%	30%	11%	13%	13%	14%	22%	13%

<i>Midway (EPB est)</i>	<i>47%</i>	<i>10%</i>	<i>6%</i>	<i>32%</i>	<i>36%</i>	<i>36%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>nm</i>	<i>33%</i>	<i>16%</i>
-------------------------	------------	------------	-----------	------------	------------	------------	-----------	------------	------------	-----------	------------	------------

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	1,5x	1,4x	15,1x	11,3x	9,6x	17,1x	13,6x	11,4x	1,4x	1,0x	0,6x
Balco	2,7x	2,0x	1,8x	27,1x	17,0x	14,4x	32,9x	20,6x	17,2x	0,5x	0,1x	-0,3x
Lindab	2,6x	2,1x	2,0x	20,3x	15,9x	15,2x	23,9x	20,2x	19,2x	0,9x	0,5x	0,1x
Nordic Waterproofing	1,7x	1,3x	1,3x	15,6x	12,2x	11,8x	15,1x	13,4x	12,9x	1,1x	0,8x	0,5x
Medel	2,2x	1,7x	1,6x	19,5x	14,1x	12,7x	22,3x	17,0x	15,2x	1,0x	0,6x	0,2x
Median	2,2x	1,8x	1,6x	18,0x	14,1x	13,1x	20,5x	16,9x	15,0x	1,0x	0,6x	0,3x

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

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	863	951	1 010	1 057
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-586	-608	-646	-668
Bruttovinst	352	260	257	254	173	277	343	364	388
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109	-87				
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-62	-190	-231	-235	-253
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12	-16				
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	9	-17	-2	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	70	110	127	133
Finansiella intäkter	17	10	6	9	3	10	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-21	-2	-6	-5	-5
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-2	78	104	121	128
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-20	-21	-25	-26
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	58	83	96	102
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	-1	58	83	96	102

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	58	83	96	102
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	72	62	71	79
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-29	10	-19	-11
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	101	154	148	170
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-134	-106	-111	-115
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-33	48	37	55
Utdelningar	0	0	0	-14	0				
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0				
Förvärv	0	0	0	0	0	17	-24	-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	-16	24	-15	30
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	169	165	210	180

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	-0,02	2,12	3,02	3,52	3,73
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,08	2,27	3,02	3,52	3,73
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	-0,12	-1,22	1,77	1,34	2,00
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,75	0,80	0,90	1,00
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,2	19,8	22,0	24,8	27,6
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%	47%	10%	6%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-87%	775%	57%	15%	5%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-96%	2710%	33%	16%	6%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	32,1%	36,1%	36,0%	36,8%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	11,3%	15,5%	18,1%	19,5%	20,1%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	1,4%	8,1%	11,6%	12,5%	12,6%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	9%	21%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	0%	11%	14%	15%	14%
ROCE, justerad	4%	0%	9%	10%	2%	12%	14%	14%	14%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	0%	10%	13%	13%	12%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	96	134	81	86	90
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	16%	16%	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%	33%	29%	29%	29%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (mkr)	426	378	181	143	30	253	225	210	180
Nettoskuld (mkr, ex IFRS 16)	426	378	181	91	-5	124	120	165	135
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	55%	52%	57%	59%
Nettoskuldssättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	47%	37%	31%	24%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,5x	1,9x	1,3x	1,1x	0,8x

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	8,2x	7,0x	6,7x
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	14,0x	18,4x	12,4x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	0,0%	3,0%	3,2%	3,6%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	29%	0%	0%	33%	26%	26%	27%
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	6,9x	5,2x	4,5x	4,0x
EV/EBIT (adj)	32,8x	neg	8,2x	11,1x	62,7x	13,3x	8,2x	7,0x	6,4x
Aktiekurs, årets slut (B-aktien)	19,6	16,1	14,0	20,0	17,3	24,8	24,8	24,8	24,8
EV, årets slut	906	773	524	690	502	931	903	888	858

Bolaget, EPB

This publication (“the Publication”) has been compiled by Erik Penser Bank (“the Bank”) exclusively for clients of the Bank. The contents are based on information from publicly available sources which have been deemed reliable. No guarantee is extended as to the accuracy and completeness of the contents of the document or the forecasts and recommendations provided therein. The Bank may permit employees of another department or analysed company (“the company”) to read facts or series of facts in order to verify the same. The Bank does not disclose conclusions or assessments included in the Publication in advance. Opinions stated in the Publication are those of the analyst at the time the Publication was prepared and such opinions are subject to change. No assurance is provided that future events will be in accordance with opinions stated in the Publication.

The information in the Publication must not be understood as encouragement or recommendation to enter into transactions. The information does not take into account an individual recipient’s investment knowledge and experience, financial situation, or investment goals. The information thus does not constitute a personal recommendation or investment advice.

The Bank disclaims all liability for direct or indirect loss that may be based upon the Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk. The investment may go up or down in value or become entirely worthless. Past favourable performance of an investment is not a guarantee of future performance.

Fair value and risk

The fair value reflects a value for the share on the day the analysis is published in a range corresponding to approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments, such as cash flow models, valuation of multiples and breakup value analysis.

The valuation method and the approach for determining the fair value should be apparent in the analysis and may vary from company to company. Significant assumptions used in valuations are based on currently available market data and a scenario for the company’s future development that we consider reasonable. As regards risk, the share is classified on a High-Medium-Low scale based on a number of known parameters relevant to the company. A general guideline for being classified as low risk is that the company has positive cash flow and that no individual factor affects net sales by more than 20%. The corresponding general description of high risk is that the company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects net sales by more than 50%.

The research presented in the Publication was performed in accordance with the terms and conditions of the “Penser Access” service that the Bank performs on behalf of analysed companies. The analysed company remunerates the Bank for the aforementioned service. The fair value and risk classifications are continuously updated. Click here <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> to view the history of investment recommendations issued by the Bank.

General

The Bank’s consent is required to copy or disseminate the Publication in whole or in part. The Publication must not be disseminated or made available to any natural or legal person in the United States of America (other than as provided under Rule 15a-16, Securities Exchange Act of 1934), Canada, or any other country that imposes statutory restrictions on the dissemination and availability of the contents of the material.

The Bank has prepared an Ethics Policy and a Conflicts of Interest Policy. The aim of these policies is to protect against and prevent conflicts between the interests of clients and departments within the Bank. The approach used by the Bank to prevent conflicts of interest includes restrictions on communications (Chinese Walls). The Research Department is physically separated from the Corporate Finance department, which occupies separate premises. The Corporate Finance department is not permitted to participate in the production of a Publication or to express opinions on a Publication. However, there may from time to time exist a client relationship or advisory situation between a company covered in a Publication and a department of the Bank other than the Research Department. The Bank has drawn up internal restrictions concerning when employees are permitted to conduct trades in a financial instrument that is the subject of an Investment Recommendation.

From time to time, the Bank performs assignments for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, be acting as an advisor or issuer agent to the company or as the liquidity guarantor for one of the company’s securities. If such is the case, this has been stated in the Publication. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in companies mentioned in the Publication. All employees of the Bank must report their holdings in securities and must report all transactions. The Bank and its employees comply with guidelines issued by the Swedish Securities Dealers Association concerning employee transactions. The analyst who has prepared Investment Research as referred to in Chapter 11, section 8 of the Swedish Financial Supervisory Authority’s Regulations regarding securities (FFFS 2007:16) and others involved in this work are not permitted to trade on their own account in the covered Financial Instrument or related Financial Instruments in contravention of the applicable recommendation. The Bank’s Compliance Department monitors all employee transactions.

The Bank pays salaries to analysts, which may also consist of a share of the Bank’s profits but which is never linked to the financial performance of another department. Neither the Bank nor the individuals who compiled the Publication have holdings (long or short) in the financial instruments issued by the analysed company that exceed 0.5% of the analysed company’s share capital.

For the company in question, the Bank also conducts research in accordance with the terms of the “Penser Access” paid-for service. Click here <https://epaccess.penser.se/> for more information about this service.

Erik Penser Bank is authorised to conduct securities operations and is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)

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