



Instalco

Marginalpressen är övergående

Bra organisk tillväxt och högsta förvärvstakten någonsin

Den organiska tillväxten var precis som den brukar volatil under året men var 4% på helåret och slutade året på starka 7%. Givet att bygg- och installationsbranscherna fortfarande känner av pandemins effekter tycker vi att 4% är bra. M&A adderade nästan 20% i kvartalet och trots att vi är i februari är tillskottet från förvärv 2022 redan 1,2 mdkr eller 13% av omsättningen 2021.

Marginalen under press men det borde rätta till sig kommande kvartal

Rensat för en utbetalning från AMF kontraherade marginalen nästan 200 punkter till 7.3% i Q4. Detta berodde framför allt på högre råmaterialpriser och höga sjuktal. Ungefär 30% av kontrakten är fastpriskontrakt. De löper ofta på 6-9 månader och eftersom de med lägre priser togs i augusti/september är effekten övergående. Dessutom håller sjuktalen på att normaliseras.

Sänker motiverat värde för att reflektera lägre multiplar för universet

Vi konsoliderar de senaste förvärven men med lägre marginalbas än väntat är estimaten i stort oförändrade. Förvärvsbolagsuniverset har sett upp till 40% multipelkontaktion sedan toppen i höstas och vi sänker våra målmultiplar och därmed vårt motiverade värde till 90-92 kr (107-108 kr). Vårt motiverade värde innebär P/E 25x och EV/EBIT 30x på 2025 års vinst (från 32x och 25x).

Estimate Changes (kr)				Estimates (kr)				Risk and Potential		
	Now	Before		21e	22e	23e	24e	Motivated value	90.0 - 92.0	
EPS, adjusted 22e	2.5	2.6	-2.9%	Sales, mkr	8,890	10,510	10,986	11,315	Current price	SEK62.8
EPS, adjusted 23e	2.7	2.7	0.0%	Growth	25%	18%	5%	3%	Risk level	Medium
EPS, adjusted 24e	2.9	2.9	0.0%	EBITDA, mkr	920	1,103	1,176	1,228	<div data-bbox="1082 1518 1477 1554" data-label="Section-Header"><h4>One Year Performance Chart</h4></div>	
Calendar Events				EBIT, mkr	722	893	957	1,002		
Delårsrapport Q1 2022		2022-05-05	EPS, adjusted	2.0	2.5	2.7	2.9			
Delårsrapport Q2 2022		2022-08-25	EPS growth	10%	25%	10%	6%			
Delårsrapport Q3 2022		2022-11-09	Equity/share	9.9	11.8	14.0	16.2			
Key Figures (mkr)				Dividend/share	0.7	0.8	0.9	0.9		
Number of shares		253m	EBIT margin	8.1%	8.5%	8.7%	8.9%			
Market cap		15,891	ROE	24.3%	24.6%	22.8%	20.7%			
Net debt		1,746	ROCE	17.0%	18.9%	21.2%	22.3%			
EV		17,637	EV/Sales	2.0x	1.7x	1.6x	1.6x			
Free float		100%	EV/EBITDA	19.2x	16.0x	15.0x	14.4x			
Average number of daily traded shares		701(k)	EV/EBIT	24.4x	19.7x	18.4x	17.6x			
Reuters/Bloomberg	INSTAL.ST/INSTAL:SS		P/E, adjusted	31.3x	25.1x	22.9x	21.5x			
			P/Equity	6.4x	5.3x	4.5x	3.9x			
			Dividend yield	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%			
			FCF yield	2.6%	5.6%	5.9%	6.2%			
			Net debt/EBITDA	1.9g	1.1g	0.5g	0.1g			

Analysts

markus.almerud@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrial Conglomerates | Sweden | 21 February 2022

Overview

Marginalpressen är övergående

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.

Company Profile

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.

Valuation approach

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 35x och EV/EBIT 27x 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 nästan 40x och EV/EBIT strax över 30x på 2022 års vinst.

Target Price

535-537 kr

Gynnsamma marknadsförhållanden och fortsatt hög förvärvstakt framöver

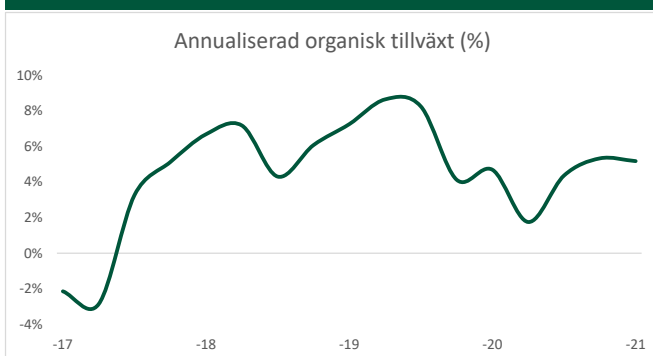
Den organiska tillväxten i årstakt är relativt stabil på medelhöga ensiffriga tal, vilket vi tycker är relativt sett bra med tanke på att bygg- och installationsmarknaderna fortfarande är utmanande. Marginalen trendar dock ner på högre råmaterialpriser i kombination med ovanligt höga sjuktal. Båda dessa faktorer är tillfälliga och borde rätta till sig under kommande kvartal.

Cirka 30% av kontrakten är fastpriskontrakt medan övriga har en varierande grad av prisjusteringar inarbetade (servicekontrakten är på spotpriser). Den största råmaterialprishöjningarna var i augusti-september och i och med att Instalcos normalprojekt är 6-9 månader kommer dessa att rulla över under Q1 och Q2 2022.

Sjuktalet (vilka inkluderar personal i karantän och VAB) fortsatte vara utmanande i januari men med restriktionerna bakom oss räknar vi med en normalisering av dessa.

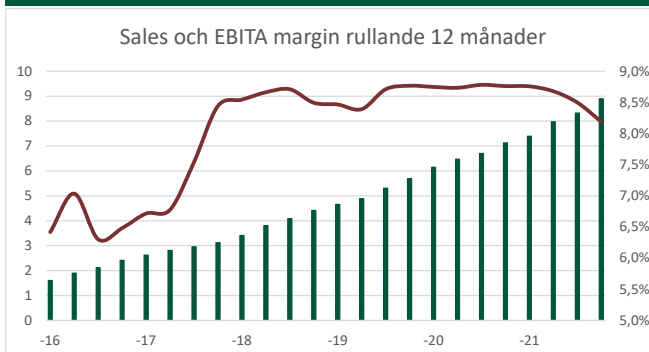
Samtidigt fortsätter bolaget hålla en hög förvärvstakt. Bolaget genomförde 27 förvärv under 2021 och har gjort ytterligare tre hittills under 2022. Sammantaget är tillskottet från förvärv för 2022 redan 1.2 mdkr, vilket är i linje med hela 2018-2020. Med fortsatt hög aktivitet och en bra pipeline är det troligt att 2022 kommer att bli det högsta året någonsin.

Medelhög ensiffrig organisk tillväxt



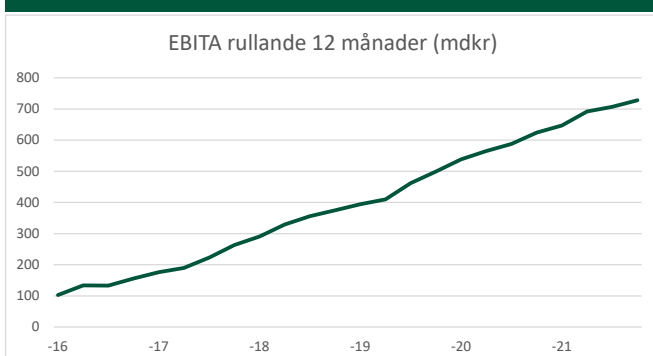
Bolaget, EPB

Marginalerna har varit relativt stabila över tid



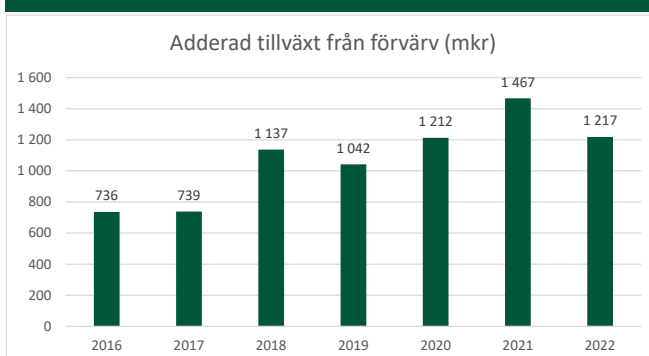
Bolaget, EPB

Stabil EBIT-tillväxt



Bolaget, EPB

Tillskott från förvärv har aldrig varit högre



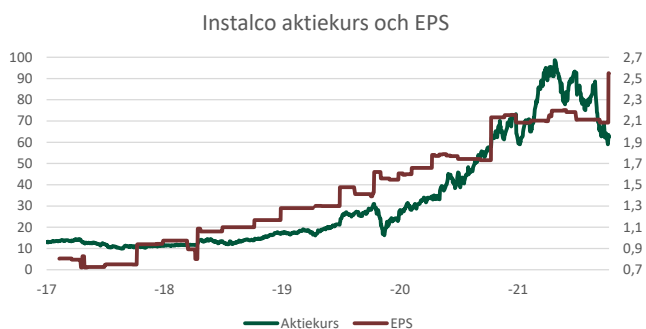
Bolaget, EPB

Historiskt hög värdering men under andra förvärvsbolag

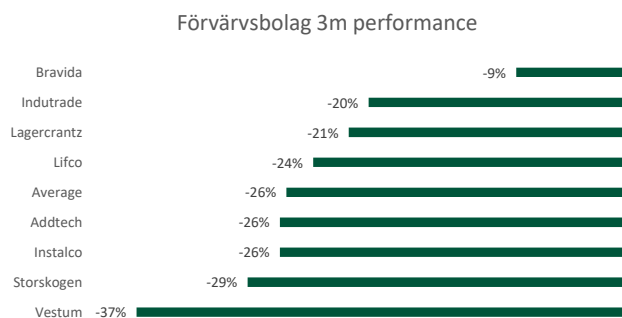
Hela förvärvsbolagsuniverset har sett signifikanta nedgångar i den senaste börsturbulensen. Instalcos NTM-P/E har till exempel kontraherat 40% sedan toppen i september och vi har sett en kraftig divergering mellan EPS och aktiekurs på sistone.

Instalco sticker dessutom ut som en av de sämsta i universet vilket vi tycker är orättvist givet den solida historiken. Vid en jämförelse med Indutrade, som är ett av branschbolagen med längst historik, ser vi att drivkrafterna för de två är ytterst snarlika och ändå handlas Instalco till en stor rabatt (även om rabatten på sistone har minskat något).

Aktiekursen och estimattrenden har divergerat



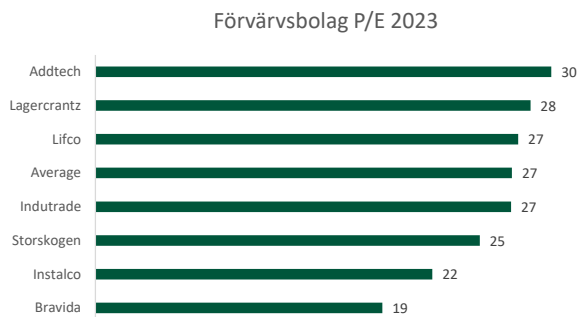
Hela universet har fallit kraftigt senaste månaderna



Factset, EPB

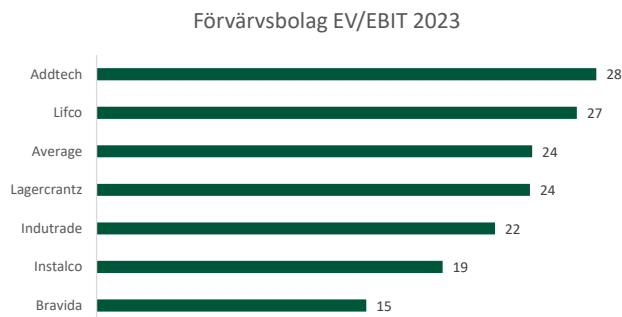
Factset, EPB

Förvärvsbolagen handlar på P/E 27x...



Factset, EPB

...och EV/EBIT 25x på 2023e



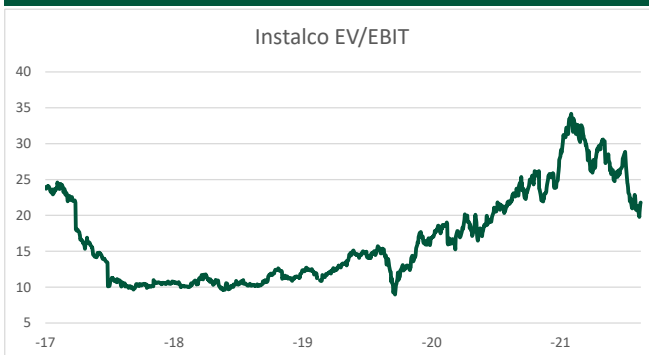
Factset, EPB

Mer än 40% P/E-kontraktion sedan toppen i september...



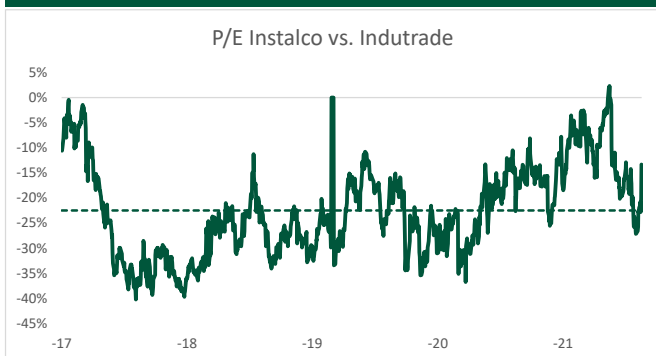
Factset, EPB

...och nästan 40% på EV/EBIT



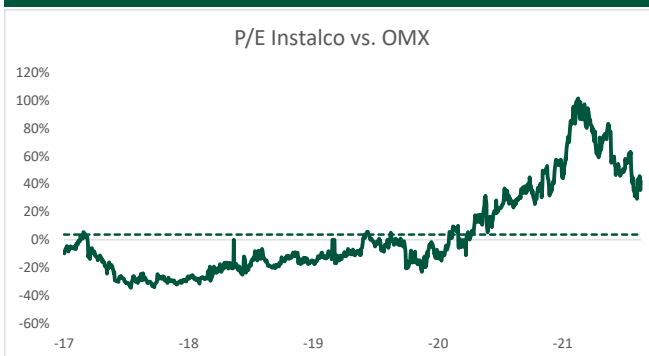
Factset, EPB

Instalco handlar fortfarande på rabatt mot Indutrade...



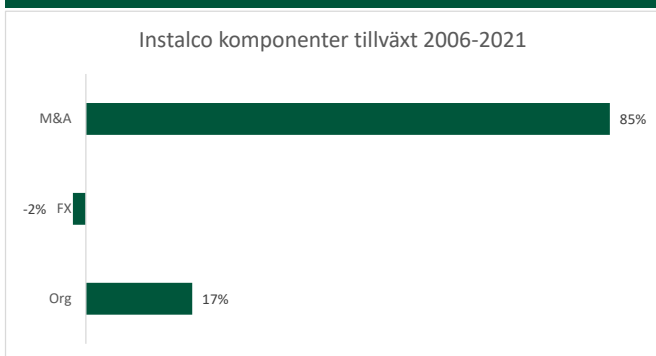
Factset, EPB

...men har tappat en stor del av sin premie mot OMX



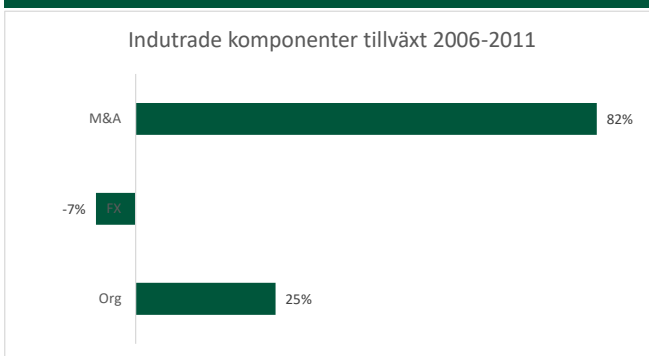
Factset, EPB

M&A har stått för 85% av tillväxten...



Bolaget, EPB

...vilket är i linje med Indutrades första år



Bolaget, EPB

Multipelvärdering på 84-99 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 20%

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.

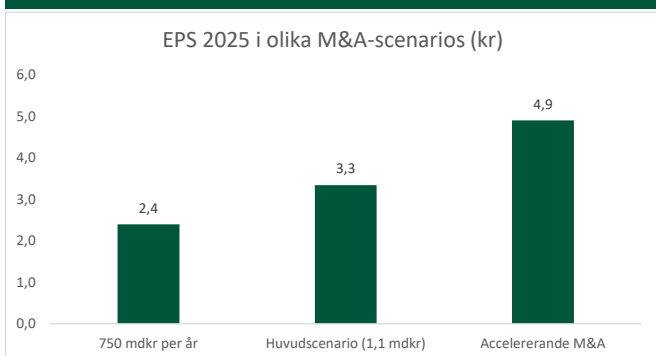
Eftersom förvärv är den främsta värde drivaren för Instalco (M&A har stått för 85% av vinsttillväxten de senaste åren) har vi fokuserat på förvärv när vi har gjort vår känslighetsanalys. I vårt huvudscenario har vi antagit att bolaget har adderat 1.2 mdkr per år de kommande 4-5 åren. I ett scenario då bolaget endast adderar 750 mkr per år är aktien värd strax över 50 kr. Om vi istället antar att förvärvsaktiviteten accelererar successivt och att de adderar 2 mdkr 2025e ser vi uppsida till över 130 kr.

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	27
2023e nettovinst (mkr)	744
2023e EPS (kr)	2,7
Motiverat värde idag (mdr kr)	20
Motiverat värde idag (kr)	74
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	24
2023e EBITA (mkr)	983
Motiverat EV idag (mdr kr)	24
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025 sales exkl M&A (mdr kr)	11,7
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	6,3
Total 2025 (mdr kr)	17,9
Total 2020 (mdr kr)	7,1
CAGR	20%
EBITA-marginal	8,8%
2025 EBITA (incl. M&A)	1 577
2020 EBITA	625
CAGR	20%
Finansnetto	-282
Skatt	-285
2025 nettovinst inkl M&A	1010
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
Motiverat P/E	25
Värde dec 2023 (mdr kr)	25
Värde per aktie dec 2023 (kr)	97
Värde per aktie idag	84
Motiverat EV/EBIT	20
EV dec 2023 (mdr kr)	32
EV nuvärde (mdr kr)	27
Senaste net debt (mdr kr)	1,6
Nuvärde (mdr kr)	26
Nuvärde per aktie (kr)	99
Genomsnitt	91

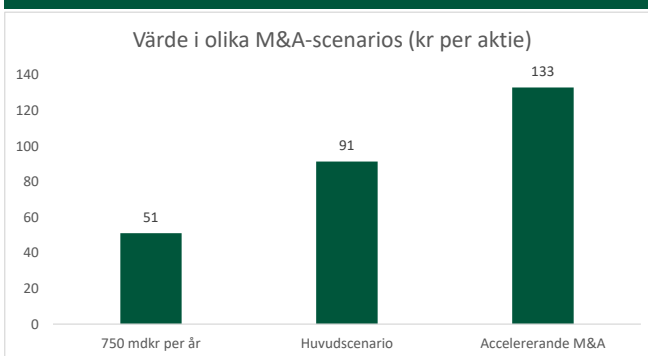
EPB

Nästan 5 kr i EPS 2025 om accelererad M&A...



EPB

...vilket skulle ge över 130 kr i värde per aktie



EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	4 414	5 692	7 122	8 890	10 510	10 986	11 315
Övriga intäkter	40	70	62	115	115	115	115
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 552	-5 381	-5 625	-5 794
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 975	-3 517	-3 676	-3 787
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-558	-623	-624	-622
EBITDA (rapporterat)	408	587	739	920	1 103	1 176	1 228
Avskrivningar	-74	-96	-136	-198	-210	-219	-226
EBIT (rapporterat)	334	491	603	722	893	957	1 002
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	20	0	0	0
EBIT (justerat)	375	498	623	702	893	957	1 002
Förvävsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-26	-26	-26	-26
EBITA (justerat)	375	499	624	728	919	983	1 028
Finansiella intäkter	2	5	5	5	5	5	5
Finansiella kostnader	-21	-24	-14	-28	-52	-32	-20
Resultat före skatt	315	472	594	699	847	929	987
Skatter	-67	-101	-133	-142	-169	-186	-197
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-12	-15	-16	-17
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	663	727	772
Nettoresultat (justerat)	280	376	472	531	663	727	772

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	1 582	2 189	2 776	3 847	3 847	3 847	3 847
Övriga immateriella tillgångar	1	4	4	4	4	4	4
Materiella anläggningstillgångar	171	257	383	731	731	731	731
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	11	11	11	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	1 763	2 461	3 174	4 593	4 593	4 593	4 593
Varulager	29	45	45	74	88	91	94
Kundfordringar	698	874	995	1 448	1 712	1 789	1 843
Övriga omsättningstillgångar	308	479	628	779	909	948	974
Likvida medel	218	317	386	695	323	315	309
Summa omsättningstillgångar	1 253	1 715	2 054	2 996	3 031	3 143	3 221
SUMMA TILLGÅNGAR	3 016	4 176	5 228	7 589	7 624	7 736	7 814
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 068	1 483	1 960	2 482	2 964	3 487	4 043
Minoritetsintressen	0	2	12	19	34	50	67
Summa eget kapital	1 068	1 485	1 972	2 501	2 998	3 537	4 110
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 223	2 304	1 385	823	234
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	64	86	86	86	86	86	86
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	1
Summa långfristiga skulder	874	1 186	1 309	2 390	1 471	909	321
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	137	137	137	137
Leverantörsskulder	317	420	588	788	932	974	1 003
Skatteskulder	34	34	34	34	34	34	34
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1222	1739	2053	2146	2210
Summa kortfristiga skulder	1 074	1 505	1 947	2 698	3 156	3 290	3 384
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 016	4 176	5 228	7 589	7 624	7 736	7 815

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	663	727	772
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	194	239	251	260
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	-129	50	15	10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	338	496	689	610	952	993	1 042
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-11	-18	-33	-34	-35
Avyttringar	4	4	4	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	335	488	682	592	919	959	1 007
Utdelningar	-52	-73	-115	-141	-195	-221	-233
Nyemission / återköp	67	100	226	43	0	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-953	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-119	756	-1 097	-746	-779
Kassaflöde	2	93	92	297	-372	-8	-6
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	657	867	940	1 746	1 199	645	62

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	5%	5%	3%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	25%	18%	5%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	16%	26%	7%	5%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	10%	25%	10%	6%
Bruttomarginal	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,1%	10,5%	10,7%	10,9%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,5%	8,8%	8,8%	8,2%	8,7%	8,9%
Skattesats	25%	21%	21%	22%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	30%	30%	28%	24%	25%	23%	21%
ROCE, justerad	22%	22%	21%	17%	19%	21%	22%
ROIC	25%	24%	24%	20%	21%	23%	24%
Investeringar / omsättning	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rörelsekapital / omsättning	9%	9%	6%	6%	6%	6%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,4x	1,2x	1,4x	1,4x	1,4x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (ex IFRS 16)	514	654	627	1 314	767	213	-370
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	940	1 746	1 199	645	62
Soliditet	35%	36%	38%	33%	39%	46%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	48%	70%	40%	18%	2%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	1,9x	1,1x	0,5x	0,1x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	1,04	1,52	1,80	2,10	2,55	2,80	2,97
EPS, justerad	1,15	1,48	1,82	2,00	2,50	2,74	2,91
FCF per aktie	1,40	2,00	2,70	2,28	3,54	3,69	3,87
Utdelning per aktie	0,30	0,46	0,54	0,65	0,75	0,85	0,90
Eget kapital per aktie	4,5	6,1	7,8	9,6	11,5	13,6	15,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	243,9	253,5	259,2	265,1	265,1	265,1	265,1

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	12,0x	18,3x	27,6x	43,4x	25,1x	22,9x	21,5x
P/EK	3,1x	4,4x	6,4x	9,0x	5,4x	4,6x	4,0x
P/FCF	9,9x	13,5x	18,6x	38,2x	17,8x	17,0x	16,2x
Direktavkastning	2,2%	1,7%	1,1%	0,7%	1,2%	1,4%	1,4%
Utdelningsandel, justerad	26%	31%	30%	32%	30%	31%	31%
EV/Sales	0,9x	1,3x	1,9x	2,7x	1,7x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA, justerat	8,8x	12,6x	18,0x	27,0x	15,9x	14,4x	13,4x
EV/EBIT, justerat	10,6x	15,0x	21,9x	34,7x	19,6x	17,7x	16,4x
Aktiekurs, årets slut	13,8	27,0	50,2	86,9	62,8	62,8	62,8
EV, årets slut	3 958	7 471	13 643	24 338	17 529	16 976	16 393

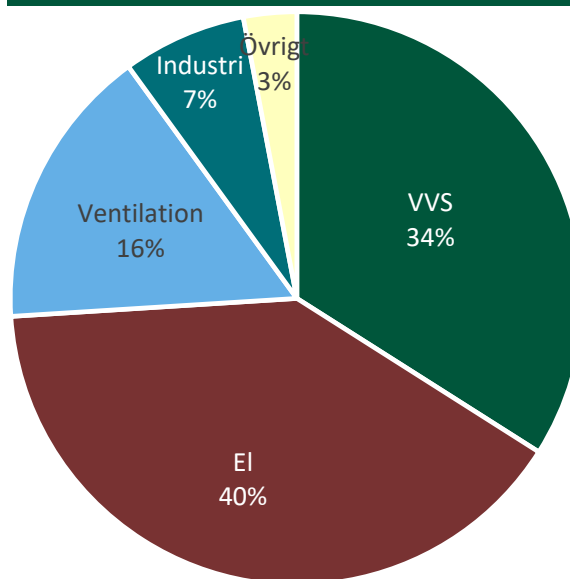
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Swedbank Robur	9,2%
Per Sjöstrand	8,4%
Capital Group	8,1%
AMF	6,3%
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



Bolaget

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