



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 03 Mars 2022

Hubso Group

HUBSO - Rustat för fortsatt stark tillväxt

Leveransstörningar i Q4 men bra tillväxt för 2021

Leveransproblemen fortsatte i Q4, vilket ledde till förseningar av lanseringar och minskad försäljning. För 2021 växte försäljningen starkt med 30% och blev 36,8 mkr, vilket var 14% lägre än våra estimat. Bruttomarginalen tyngdes av lägre ordervärde i samband med bla Black Week och EBITDA blev -1,9 mkr. Vi hade räknat med ett svagt positivt resultat på 2 mkr för 2021.

Fortsatt tillväxtresa och ökad stabilitet

Vi gör mindre justeringar i prognoserna, där kortsiktiga leveransstörningar och råvaruprishöjningar kommer att kompenseras av tillväxt från nya internationella samarbeten, förvärvet av Per Lei samt nya fortsatta lanseringar. Vi har också lanseringar som skjuts framåt från Q4 till 2022. Bolagiseringen av varumärken, bredare portfölj av profiler samt försäljning via fler kanaler minskar risken i bolaget.

Motiverat värde 1,4-1,6 kr

Vi ser positivt på att HUBSO fortsätter sin tillväxtresa och utvecklas till ett mer stabilt bolag i takt med att man minskar sitt beroende av enskilda profiler och säsongsmässighet. Aktien har utvecklats svagt under en längre tid samtidigt som bolaget har en god fundamental utveckling. Vi ser ett motiverat värde om 1,4-1,6 kr vilket ger en uppsida på ca 80%.

| Kommande händelser | | Prognos (kr) | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|-------------|------------------|---------|--------|----------------|------------------------------|-----------|
| Q1 rapport | 17 maj 2022 | | 21e | 22e | 23e | Motiverat värde | 1.4 - 1.6 |
| Q2 rapport | 30 aug 2022 | | | | | Aktiekurs | SEK0.8 |
| Q3 rapport | 15 nov 2022 | | | | | Riskenivå | High |
| | | Omsättning, mkr | 37 | 58 | 78 | | |
| | | Tillväxt | 30% | 56% | 35% | | |
| | | EBITDA, mkr | (2.1) | 4.5 | 8.1 | | |
| | | EBIT, mkr | (22) | (14) | (11) | | |
| | | EPS, justerad | (0.2) | (0.1) | (0.1) | | |
| | | EPS tillväxt | 0% | 0% | 0% | | |
| | | EK/aktie | 0.6 | 0.5 | 0.4 | | |
| | | Utdelning/aktie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| | | EV/Sales | 2.1x | 1.4x | 1.0x | | |
| | | EV/EBITDA | (37.5)x | 17.5x | 9.6x | | |
| | | EV/EBIT | (3.5)x | (5.4)x | (7.3)x | | |
| | | P/E, justerad | (3.8)x | (5.6)x | (8.2)x | | |
| | | P/EK | 1.3x | 1.7x | 2.1x | | |
| | | Direktavkastning | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| | | FCF yield | (7.2)% | 2.3% | 1.6% | | |
| | | Nettosk./EBITDA | 2.9g | (1.9)g | (1.2)g | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | | | Kursutveckling 12 mån | |
| Antal aktier | 105m | | | | | | |
| Börsvärde | 86 | | | | | | |
| Nettoskuld | (8) | | | | | | |
| EV | 78 | | | | | | |
| Free float | 95% | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 139(k) | | | | | | |
| | | | | | | Analytiker | |

henrik.holmer@penser.se



Sammanfattning

HUBSO - Rustat för fortsatt stark tillväxt

Investment Case

HUBSO har sedan starten 2017 byggt varumärken tillsammans med influencers inom konfektion och skönhetsprodukter. Tillsammans med influencers tar HUBSO fram produkter som genom influencers sociala medier marknadsförs till en nischad följarskara. Försäljningen sker online och huvudsakligen utan återförsäljare. Bolagets kontor finns i Stockholm och har ca 10 anställda. HUBSOs kunder finns över hela världen, men den klara majoriteten är i Sverige.

Svensk marknadsledare i bransch med stark tillväxt

HUBSO är störst i Norden inom sin nisch, att bygga varumärken kring influencers. Influencer marketing bedöms växa med över 30 % de närmaste fem åren och vi bedömer att Hubso har goda möjligheter att kapitalisera på den starka tillväxten. HUBSOs affärsmodell D2C väntas uppvisa en liknande tillväxt. Många följare nås av HUBSOs influencers och bolagets tre största har 650 000–1 400 000 följare på Instagram. Totalt har influencersna som HUBSO arbetar med 8,6 miljoner följare genom olika kanaler. HUBSO har avtal med meriterade namn inom branschen likt Sanne Alexandra, Linn Ahlberg, Alice Stenlöf och Rebecca Stella. Nyligen har man också utökat med två stora internationella profiler i Emelie Lindmark och Mara Teigen.

Modell som maximerar lönsamhet

I klassisk retailindustri kostar återförsäljaren relativt mycket genom butikspersonal, lokalhyra och vinstandel. En relativt liten del av kostnaden är relaterad till tillverkning och distribution. HUBSO jobbar enligt D2C och använder inte återförsäljare och kan därmed öka lönsamheten. Istället används influencers starka varumärke och stora spridning online, vilket tar bort behovet av återförsäljarens kundbas och butiksexponering.

Influencers påverkan är stor

Marknadsföring av varumärkena sker i influencers sociala medier och når därför en hängiven följarskara som produkterna skraddarsys efter. Flera studier visar att influencern har väldigt stor påverkan på följares inköp. Vissa rapporter indikerar att influencers till och med påverkar köpbeslut lika mycket som vänners rekommendationer. En rekommendation från vänner är bland det mest kraftfulla som finns inom marknadsföring och att influencers påverkan enligt vissa undersökningar är lika stor säger mycket. Under bolagets korta livstid har omsättningen ökat till 37 mkr 2021 och vi räknar med 58 mkr för 2022. Vi bedömer att bolagets nyskapande affärsmodell är här för att stanna.

Bolagsprofil

Länk till initieringsanalys: <https://epaccess.penser.se/bolag/hubso/analys/>



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 03 Mars 2022

Sammanfattning

HUBSO - Rustat för fortsatt stark tillväxt

Värdering

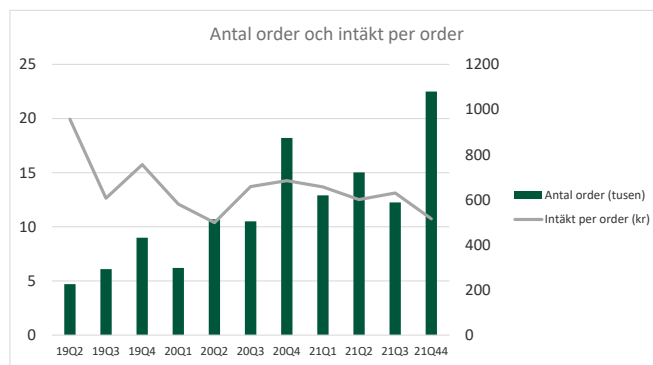
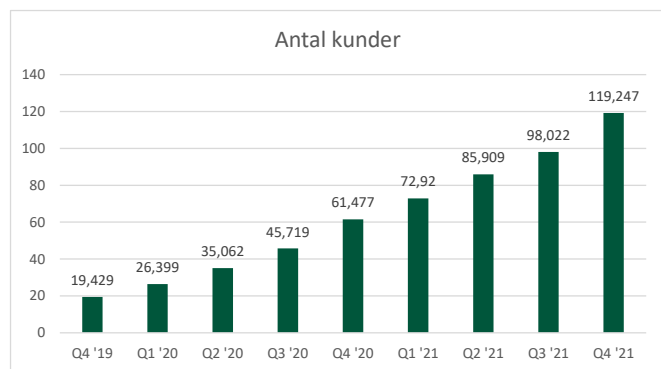
Motiverat värde uppgår till 1,4-1,6 kr per aktie. Vår värdering av HUBSO baseras på en multipelvärdering. Vi anser att bolaget minskat sin risk i och med att man har börjat bolagisera sina samarbeten, breddat sin portfölj med internationella profiler samt även att man satsar på att sälja via fler kanaler och bli mindre beroende av enskilda profiler. Vår diskonteringsränta är 10%. Vid ingången av 2025 är HUBSOs EV/Sales 0,8x enligt våra prognoser. Vi anser att en EV/Sales på 2x är rimlig för HUBSO. Till stöd för multipelvärderingen har vi en DCF-värdering som genererar ett värde på 1,7 kr.

Goodwillposten är väldigt viktig att förstå vid analys av Hubso. Pga den reverserade mergern med Orgo Tech har Hubso ca 56 mkr i goodwill som kommer att skrivas av med ca 4,7 Mkr i kvartalet de närmaste tre åren. Avskrivningen är i vår mening totalt irrelevant för verksamheten och EBITDA blir därför det enda korrekta måttet för att bedöma lönsamheten.

Kommentar Q4, helåret och framtiden

HUBSO rapporterade en försäljning för Q4 på 11,6 mkr. Detta innebar att helårsförsäljningen växte 30% och landade på 36,8 mkr vilket var 14% lägre än våra estimat. I likhet med de flesta andra e-handelsbolag har HUBSO drabbats av brist på råvaror, logistisk- och leveransproblem som uppstått under H2 '21 i spåren av pandemin. Detta påverkade redan i Q3 och har fortsatt i Q4 med försenade lanseringar och minskad försäljning som konsekvens. Antal kunder och order växte starkt under kvartalet men lönsamheten sjönk då en del av försäljningen skedde under Black Week samt att en del lager såldes ut till bl a Åhléns outlet. Detta, som ledde till lägre ordervärde, samt att lönsamma lanseringar sköts framåt tyngde bruttomarginalen. EBITDA-resultatet blev negativt och landade på -1,9 mkr för Q4 och -2,1 för helåret 2021. Vi hade räknat med ett svagt positivt EBITDA-resultat på 2 mkr för 2021.

De leveransproblem som drabbat hela branschen under H2 '21 bör lätta i takt med att pandemirestriktioner försvinner, även om det än så länge fortfarande är längre leveranstider och materialbrist inom framför allt bomull. HUBSO jobbar kontinuerligt med sin portfölj av leverantörer för att vara flexibla och har även nyligen förstärkt sitt team med en inköpsassistent. Vi räknar med att en stor del av de lanseringar av nya produkter som skulle ha gjorts i Q4 istället sker under 2022 och försäljningstillväxten bör bli stark redan under första halvåret.



Tillväxtresan fortsätter samtidigt som stabiliteten ökar

Den internationella satsning som HUBSO inledde under 2021 med bl a Le Capsule kommer att accelereras under 2022 då HUBSO har sett en stor efterfrågan från flera europeiska länder för vissa varumärken. Första lanseringen med amerikanska profilen Mara Teigen ska ske H2 '22 vilket också förstärker den geografiska expansionen. Vi ser det som positivt att HUBSO positionerar sig internationellt och på den goda efterfrågan från länder utanför Sverige.

Förvärvet av en majoritetspost i Per Lei, vilket stärker HUBSOs portfölj inom skönhet, bör ha en bra tillväxtpotential. Bolaget har höga marginaler och låga returgrader samt en låg säsongsvariation vilket ger en stabiliserande effekt. HUBSO fokuserar framöver på att bli mer oberoende från profilerna och enskilda kampanjer och få en försäljning som är jämnare fördelad över säsongerna och via fler säljkanaler.

Att HUBSO går mer mot att bolagisera och äga en majoritet av varumärkena ser vi som ett viktigt och positivt strategiskt steg som också minskar risken.

HUBSO annonserade också att de rekryterat en Head of Finance för att möta bolagets tillväxtplaner.

Sammanfattningsvis utvecklas Hubso väl och har liksom förväntat en god tillväxt. Aktien har dock gått svagt trots en fundamentalt bra utveckling. Vi är fortsatt positiva till aktien och tycker att bolaget fortsätter att stärka sin position och visar att man har en god strategi för fortsatt tillväxt.

Estimatförändringar

Som en effekt av den lägre försäljningen för helåret 2021, kommer estimaten ner något även för nästkommande år. Vi prognosticerar dock en stark tillväxt med en CAGR om 25% 2021-2027. Vi har räknat med att bruttomarginalen på lång sikt ligger runt 36%, men har tagit höjd för att det tar några kvartal att komma tillbaka till den nivån i spåren av leveransproblemen och kostnadsinflation. Detta tillsammans med de lägre försäljningsestimaten gör att EBITDA-estimaten kommer ner något också.

| Gamla estimat | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 65 | 90 | 115 | 142 |
| EBITDA | 7,5 | 14 | 20 | 19 |

| Nya estimat | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 0 | 0 | 0 | 1 |
| EBITDA | 0 | 0 | 0 | 0 |

| Differens | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | -100% | -100% | -100% | -99% |
| EBITDA | -100% | -100% | -100% | -100% |

DCF-värdering

| Valuation output | | | | WACC assumptions | |
|---|--|--|------|-----------------------------|-------|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | | | 69 | Risk free nominal rate | 0,4% |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | | | 99 | Risk premium | 7,0% |
| Enterprise value | | | 168 | Extra risk premium | 3,0% |
| Latest net debt | | | -8 | Beta | 1,2 |
| Minority interests & other | | | 0 | Cost of equity | 12,4% |
| Equity value | | | 177 | Cost of debt (pre-tax) | 3,0% |
| No. of shares outstanding (millions) | | | 105 | Tax rate | 22% |
| Equity value per share (SEK) | | | 1,68 | Target debt/(debt + equity) | 10% |
| | | | | WACC | 11,4% |

| Implicit multipl. | 2021 | 2022 | 2023 | Terminal value assumptions | |
|---------------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|
| EV/Sales | 4,6 | 2,9 | 2,2 | Long term growth rate | 3,0% |
| EV/EBITDA | -80,9 | 37,8 | 20,8 | Long term EBIT margin | 10,0% |
| EV/EBIT | -7,5 | -11,7 | -15,7 | Depreciation (% of sales) | 2,0% |
| EV/NOPLAT | -9,7 | -15,1 | -20,2 | Capex (% of sales) | 2,0% |
| P/E | | | | Working cap. (% of sales) | 30,2% |
| ROIC/WACC | | | | Tax rate | 22% |
| Current Share price | | | 0,9 | | |

Känslighetsanalys

Sensitivity analysis

| | | Long-term growth rate | | | | |
|------|-------|-----------------------|------|------|------|------|
| | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| WACC | 10,4% | 1,82 | 1,89 | 1,98 | 2,07 | 2,18 |
| | 10,9% | 1,69 | 1,75 | 1,82 | 1,90 | 1,98 |
| | 11,4% | 1,57 | 1,62 | 1,68 | 1,75 | 1,82 |
| | 11,9% | 1,47 | 1,51 | 1,56 | 1,62 | 1,68 |
| | 12,4% | 1,38 | 1,41 | 1,46 | 1,50 | 1,55 |

| | | Long-term EBIT margin | | | | |
|------|-------|-----------------------|------|-------|-------|-------|
| | | 5,0% | 7,5% | 10,0% | 12,5% | 15,0% |
| WACC | 10,4% | 1,07 | 1,52 | 1,98 | 2,43 | 2,88 |
| | 10,9% | 1,00 | 1,41 | 1,82 | 2,23 | 2,64 |
| | 11,4% | 0,93 | 1,31 | 1,68 | 2,06 | 2,43 |
| | 11,9% | 0,88 | 1,22 | 1,56 | 1,90 | 2,25 |
| | 12,4% | 0,83 | 1,14 | 1,46 | 1,77 | 2,08 |

Resultaträkning

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| Nettoomsättning | 28 | 37 | 58 | 78 | 99 |
| Övriga intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kostnad sålda varor | 16 | 26 | 38 | 50 | 64 |
| Personalkostnader | 4 | 6 | 7 | 9 | 11 |
| Övriga externa kostnader | 4 | 6 | 7 | 9 | 11 |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rörelseresultat (EBITDA) | 0 | -2 | 4 | 8 | 12 |
| Avskrivningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Goodwillnedskrivningar | 14 | 20 | 19 | 19 | 19 |
| Resultat (EBIT) | -14 | -22 | -14 | -11 | -7 |
| Extraordinära Poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,0 |
| Justerat Resultat (EBIT) | -14 | -22 | -14 | -11 | -7 |
| Finansiella poster | -1 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| Resultat före skatt | -15 | -23 | -15 | -12 | -8 |
| Skatter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat Rapporterat | -15 | -23 | -15 | -12 | -8 |
| Nettoresultat (just) | -15 | -23 | -15 | -12 | -8 |

Kassaflödesanalys

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| Nettoresultat Rapporterat | -15 | -23 | -15 | -12 | -8 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 14 | 20 | 19 | 19 | 19 |
| Förändringar i rörelsekapital | -2 | -5 | -2 | -6 | -6 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -3 | -8 | 2 | 1 | 5 |
| Investeringar | -90 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Avyttringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fritt Kassaflöde | -93 | -7 | 2 | 2 | 5 |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nyemission/återköp | 96 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förvärv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 7 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 7 | 1 | 2 | 2 | 5 |
| Nettoskuld (just) | -3 | -6 | -8 | -10 | -15 |

Balansräkning

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| TILLGÅNGAR | | | | | |
| Goodwill | 74 | 59 | 40 | 21 | 2 |
| Övriga immateriella tillgångar | 5 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillgångar | 79 | 61 | 41 | 21 | 2 |
| Varulager | 5 | 8 | 9 | 13 | 17 |
| Kundfordringar | 1 | 3 | 5 | 7 | 9 |
| Övriga omsättningstillgångar | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Likvida medel | 8 | 7 | 9 | 11 | 16 |
| Summa omsättningstillgångar | 15 | 18 | 23 | 31 | 42 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 94 | 79 | 64 | 52 | 44 |
| Eget Kapital och skulder | | | | | |
| Eget Kapital | 82 | 67 | 52 | 40 | 32 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa Eget Kapital | 82 | 67 | 52 | 40 | 32 |
| Summa Långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 2 | 4 | 5 | 7 | 9 |
| Skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga Kortfristiga skulder | 10 | 7 | 7 | 5 | 3 |
| Summa kortfristiga skulder | 13 | 11 | 12 | 12 | 12 |
| Summa Eget Kapital och skulder | 94 | 79 | 64 | 52 | 44 |

Värdering

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerat | -3,8 | -5,6 | -7,3 | -10,9 |
| P/EK | 1,3 | 1,7 | 2,1 | 2,7 |
| P/FCF | neg | 37,0 | 55,2 | 16,0 |
| Direktavkastning | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Utdelningsandel, justerad | 0% | 0% | 0% | 0% |
| EV/Sales | 2,3 | 1,4 | 1,1 | 0,8 |
| EV/EBITDA | -39,9 | 18,6 | 10,2 | 7,0 |
| EV/EBIT | -3,7 | -5,8 | -7,8 | -12,1 |

Tillväxt och marginaler

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | 30% | 56% | 35% | 28% |
| EBIT, tillväxt | neg | neg | neg | nm |
| EPS just, tillväxt | neg | neg | neg | nm |
| EBITDA marginal | -6% | 8% | 10% | 12% |
| EBIT marginal | -61% | -25% | -14% | -7% |
| Skattesats | 0% | 0% | 0% | 21% |

Investeringar

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|------|-------|-------|-------|
| Investeringar | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Investeringar/omsättning | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Försäljning- och administrationskostnader/omsättning | 17% | 13% | 12% | 11% |
| Varulager/omsättning | 21% | 15% | 17% | 17% |
| Kundfordringar/omsättning | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Leverantörsskulder/omsättning | 12% | 9% | 9% | 9% |
| Röreskapital/omsättning | 18% | 19% | 24% | 30% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,5 | 0,9 | 1,5 | 2,3 |

Finansiell ställning

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld, rapporterad | -6,0 | -8,3 | -9,9 | -15,3 |
| Soliditet | 85% | 81% | 77% | 73% |
| Skuldsättningsgrad | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Nettoskuld/EBITDA | 2,9 | -1,9 | -1,2 | -1,3 |

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