



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 11 Mars 2022

Systemair

Fortsatt organisk tillväxt i Q3

Fortsatt organisk tillväxt


Systemairs intäkter för tredje kvartalet uppgick till 2 278 mkr mot våra estimat om 2 105 mkr. Tillväxten var 14% varav 12% organiskt. Norden växte 15% organiskt y/y och var den största bidragaren till avvikelsen. Norden, Östeuropa och Nord- & Sydamerika bidrar med stark organisk tillväxt.

Lönsamhet i Q3

Bruttomarginalen i Q3 var 33% (34%) och bolaget såg under kvartalet effekter från komponentbrist, råvarupriser och sjukfrånaro. Rörelsekostnader var överlag något högre än vi räknat med, och EBIT uppgick till 130 mkr mot våra estimat om 177 mkr. Den främst förklaringen till avvikelsen är dock att vi räknat med en högre bruttomarginal.

Estimatjusteringar

Vi justerar våra estimat för innevarande år, för att reflektera bl.a. förvärv och avstannad Rysslandsverksamhet, se detaljer längre ned. Vi värderar fortsatt Systemair med en multipelvärdering som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 94-96 kr per aktie (98-100kr). Vi ser utöver detta ytterligare potential från förvärv under kommande år, se detaljer längre ned.

Kommande händelser		Prognos (kr)					Värde och risk	
Q4 2021/22	2022-06-08	20/21	21/22	22/23	23/24		Motiverat värde	92.0 - 94.0
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	8,519	9,277	9,307	9,772	Aktiekurs	67.0
		Tillväxt	(4)%	9%	6%	5%	Riskenivå	Low
		EBITDA, mkr	1,077	1,136	1,322	1,408	Kursutveckling 12 mån	
		EBIT, mkr	677	772	940	1,007		
		EPS tillväxt	6%	(67)%	17%	8%		
		EK/aktie	16.0	17.5	19.3	21.3		
		Utdelning/aktie	3.0	1.0	1.0	1.0		
		EBIT-marginal	7.9%	8.3%	10.1%	10.3%		
		EV/Sales	1.9x	1.7x	1.7x	1.6x	Analytiker	
		EV/EBITDA	14.7x	13.9x	12.0x	11.2x		
		EV/EBIT	23.3x	20.5x	16.8x	15.7x		
		P/EK	4.2x	3.8x	3.5x	3.1x		
		Direktavkastning	2.2%	0.7%	0.7%	0.7%		
		FCF yield	7.8%	(0.1)%	1.8%	1.4%		
		Nettosk./EBITDA	1.4g	1.5g	1.1g	1.0g		
Antal aktier	208m							
Börsvärde	13,936							
Nettoskuld	1,865							
EV	15,801							
Free float	46%							
Daglig handelsvolym, snitt	115(k)						hjalmar.jernstrom@penser.se	



Sammanfattning

Fortsatt organisk tillväxt i Q3

Investment Case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8% av den europeiska HVAC-marknaden och 5% av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6%, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt.

Bolagsprofil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftfridåer, värmeprodukter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi ser en långsiktig lönsamhet som har potential att uppgå till 12%. Den långsiktiga lönsamhetsprofilen kan enligt våra bedömningar uppnås genom en kombination av mer gynnsam produktmix, kombinerat med att man kan upprätthålla delar av de besparingar man drivit genom under 2020-2021. Vi ser ett motiverat värde om 94 - 96 kr per aktie. Vi ser utöver det en starkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång längre ned.

Kvartalet i detalj

Systemair redovisar omsättning i tredje kvartalet som uppgår till 2 278 mkr (2 004) motsvarande en tillväxt y/y om 14%, varav organisk tillväxt var 12%. Norden redovisar organisk tillväxt om 15% samtidigt som Väst Europa växte 1% organiskt. Tillväxten i Väst Europa varierade mellan marknader, där bl.a. Frankrike, Belgien och Nederländerna minskade försäljningen. Östeuropa växte 16% i kvartalet, där Ryssland är en betydande marknad. Nord- och Sydamerika fortsätter sin starka resa med organisk tillväxt om 17% i kvartalet, fortsatt drivet av Kanada, samt mer specifikt från utbildningsfaciliteter. Övriga marknader växer 37% organiskt, men kommer från svaga jämförelsesiffror. Dock även justerat för dessa är tillväxten stark, och drivs mycket av Indien.

I början av mars meddelade bolaget att man avbryter leveranserna till Ryssland och Belarus mot bakgrund av utvecklingen i regionen. Totalt uppgår omsättningen i regionen till 4,5% av koncernens omsättning.

Bruttomarginalen i Q3 var 33% (34%) vilket kommer av materialpriser, komponentbrist och prishöjningar som ännu inte fått full effekt. Rörelsekostnader var överlag något högre än vi räknat med, och EBIT uppgick till 130 mkr mot våra estimat om 177 mkr. Avvikelsen förklaras primärt av att bruttomarginalen var lägre än våra estimat. Nedan sammanfattas samtliga avvikelser.

Parameter	Utfall	EPB		Kommentar
		estimat	Diff	
Intäkter	2 278	2 105,0	8%	Stark utveckling i Norden
EBITDA	224	267,0	-16%	Bruttomarg lägre än est
EBIT	131	177,0	-26%	Bruttomarg lägre än est
EPS	0,47	0,54	-13%	

Efter kvartalet

Systemair meddelade i januari att man förvärvar 80% av Italienska Tecnair LV för ett belopp om EUR 15 m. Tecnair omsatte 2021 EUR 12 m med ett EBITDA om EUR 1,2 m. Kundbasen för Tecnair utgör i stor utsträckning sjukhus och datacenter och bolaget har 25% av sin omsättning i Italien och resterande i övriga Europa.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera ett antal faktorer. Vi höjer våra intäktsestimat för Norden och Nordamerika för 2021/22, samtidigt som vi justerar ned intäktsestimaten i Östeuropa för att reflektera den stoppade verksamheten i Ryssland, Ukraina och Belarus (dessa motsvarar ca 4,5 % av omsättningen 2022/23e). Vi gör inga större justeringar av kostnadsposterna för innevarande år eller för övriga prognosperioden. Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar.

Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 277	9 307	9 772
Tillväxt	9%	6%	5%
EBIT	772,4	940,0	1 006,5
Rörelsemarginal	8,3%	10,1%	10,3%
EPS	2,55	2,99	3,22

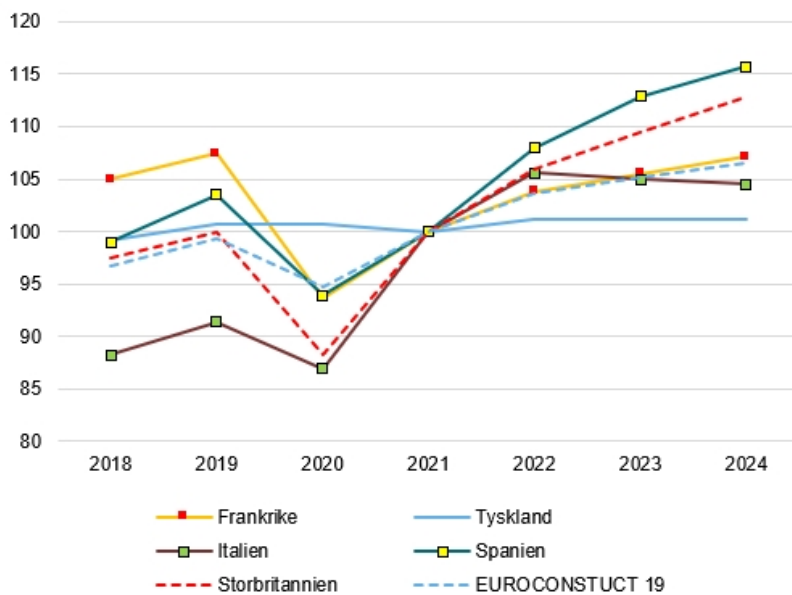
Tidigare estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 103	9 649	10 132
Tillväxt	7%	6%	5%
EBIT	851,0	974,6	1 043,6
Rörelsemarginal	9,3%	10,1%	10,3%
EPS	2,75	3,13	3,37

Förändring i %	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	2%	-4%	-4%
EBIT	-9%	-4%	-4%
EPS	-7%	-4%	-4%

Byggmarknaden i Europa

Nedan sammanfattas den förväntade utvecklingen av byggmarknaden i Europa enligt Euroconstruct, som samlar underlag från byggmarknaden i 19 europeiska marknader. Sammantaget ges en blandad bild av tillväxten kommande år, men Euroconstruct 19 (samlade indexet) visar en återhämtning från 2020 som sträcker sig in i 2022. Spanien påvisar starkast tillväxt från indexåret 2021 (2021 = 100).

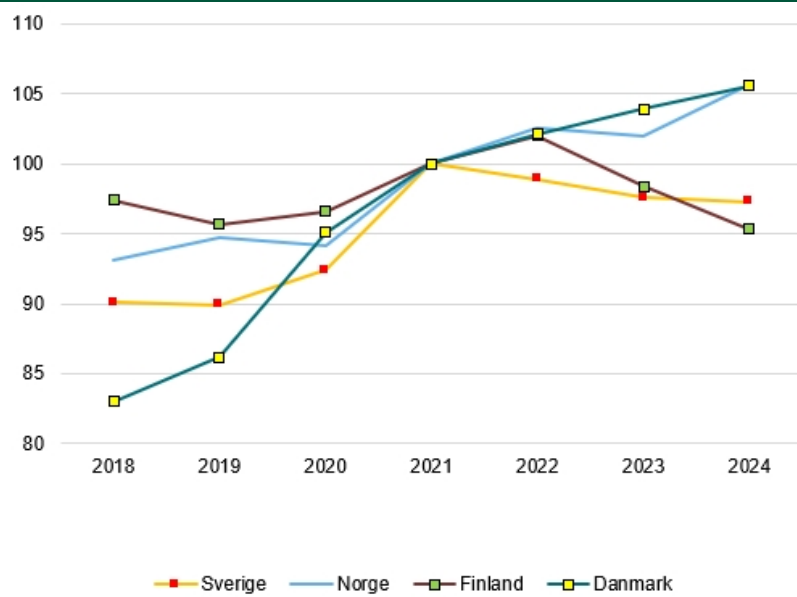
Byggkonjunkturen Europa 2018-2024 (2021=100)



Källa: Euroconstruct

Nedan sammanfattas den nordiska marknaden. Även här är bilden något skild där Danmark och Norge förväntas redovisa tillväxt samtidigt som Sverige och Finland förväntas växa till 2022 och därefter avta något.

Byggkonjunkturen Norden 2018-2024 (2021=100)



Källa: Euroconstruct

Värdering

Vi applicerar en målmultipel på 2025/26e som bäst reflekterar ett läge då bolaget har nått en ny lönsamhetsnivå i våra estimat. Vi applicerar en multipel på 22x för 2025/26e (NTM), som sedan diskonteras till ett nuvärde med en WACC om 7,5%. Detta ger ett motiverat värde om 91 kr per aktie.

Valuation output	
Last paid	68
Aktier	208
BV	14 144
EV	16 009
Net debt	1 865
Target multiple (EBIT x, 25e)	22
Target EV	25 724
Less net debt	1 865
Target BV	23 859
Price per share disc @ 7,5 %	91

Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Vi applicerar en WACC om 7,5% (oförändrat från tidigare), samt en långsiktig rörelsemarginal om 12%. Vi applicerar en CAGR om 7% 2025-2031. Vår DCF motiverar ett värde om 94 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 92-94 kr per aktie (98-100 kr).

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	7 800
PV of terminal value (perpetuity formula)	13 713
Enterprise value	21 514
Latest net debt	1 865
Minority interests & other	0
Equity value	19 649
No. of shares outstanding (millions)	208
Equity value per share (SEK)	94

Implicit multipl.	21/22	22/23	23/24
EV/Sales	2,3	2,3	2,2
EV/EBITDA	18,9	16,2	15,2
EV/EBIT	27,9	22,6	21,1
EV/NOPLAT	35,7	29,0	27,1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			67,05

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	0,0%
Beta	1,1
Cost of equity	8,1%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	7,5%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,5%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Nedan sammanfattas känslighetsanalys för våra antaganden kring WACC, långsiktig rörelsemarginal och långsiktig tillväxt.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	6,5%	105	115	128	143	165
	7,0%	94	102	111	123	138
	7,5%	84	91	98	107	119
	8,0%	76	81	87	95	103
	8,5%	69	74	79	84	91

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	6,5%	80	104	128	151	175
	7,0%	70	91	111	132	152
	7,5%	62	80	98	116	134
	8,0%	56	72	87	103	119
	8,5%	50	64	79	93	107

Vi adderar inga förvärv i våra estimat men noterar en förstärkt M&A-ambition och att marknaden är under konsolidering. Utöver detta är det en marknad som drivs av allt hårdare regleringar och direktiv, vilket gynnar stora aktörer eftersom många små inte har förmågan att uppnå regelefterlevnad med egen förmåga. Med en stark kassa och stark kassaflöden kan man därmed förvärva starkt. Nedan sammanfattas en känslighetstabell som visar vad ytterligare CAGR från förvärv för perioden 2024-2029 innebär för det motiverade värdet. Beräkningarna har skett baserat på att CAGR 1,5 - 4,5% adderas på organisk tillväxt 2025-2030. I övrigt justeras värdet med köpeskillingen som antas vara en EV/Sales-multipel om 1,1 - 1,9x där köpeskillingen diskonterats till nuvärde med WACC (7,5%).

		CAGR 2025-2030 % (från M&A)						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EV/SALES x	1,1	99,3	101,0	102,7	104,5	106,3	108,2	110,1
	1,3	98,7	100,2	101,7	103,2	104,8	106,4	108,0
	1,5	98,1	99,3	100,6	101,9	103,3	104,6	106,0
	1,7	97,4	98,5	99,5	100,6	101,7	102,9	104,0
	1,9	96,8	97,6	98,5	99,3	100,2	101,1	102,0

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 277	9 307	9 772
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 037	-6 022	-6 303
Bruttovinst	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 239	3 285	3 469
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	214	186	195
Försäljningskostnader	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 023	-1 927	-2 023
Administrationskostnader	-365	-361	-389	-424	-428	-432	-419	-440
Övriga kostnader	-129	-168	-154	-214	-190	-226	-186	-195
Rörelseresultat (EBITDA)	626	554	762	985	1 077	1 136	1 322	1 408
Avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-364	-382	-401
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	772	940	1 007
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	772	940	1 007
Finansiella intäkter	3,2	4,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0	0
Finansiella kostnader	-29	-17	-73	-82	-113	-53	-75	-75
Resultat före skatt	410	333	458	545	564	719	865	932
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-188	-242	-261
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	294	231	321	385	411	531	623	671
Nettoresultat (just)	294	231	321	385	411	531	623	671

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR								
<i>Immateriella anläggningstillgångar</i>								
Goodwill	691	759	847	820	736	736	736	736
Övriga immateriella anläggningstillgångar	193	217	265	248	211	211	211	211
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>								
Byggnader och mark	1 413	1 722	1 769	1 988	2 118	2 404	2 522	2 621
Övriga anläggningstillgångar	201	240	268	255	238	238	238	238
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 588	3 706	3 805
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	1 577	1 582	1 661
Kundfordringar	1 252	1 462	1 685	1 840	1 898	2 041	2 047	2 150
Likvida medel	242	213	250	378	319	68	312	434
Summa omsättningstillgångar	2 863	3 245	3 662	3 789	3 654	3 686	3 942	4 245
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 274	7 648	8 050
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 649	4 022	4 425
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 649	4 022	4 425
Långfristiga finansiella skulder	319	691	1 070	1 120	1 052	1 052	1 052	1 052
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	259	276	289	272	260	260	260	260
Summa Långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 311	1 311	1 311
Kortfristiga finansiella skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	736	736	736
Övriga Kortfristiga skulder	236	240	301	1 470	1 578	1 578	1 578	1 578
Upplupna kostnader	273	318	304	0	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 599	2 613	2 624	2 314	2 314	2 314	2 314
Summa skulder	2 980	3 566	3 972	4 015	3 625	3 625	3 625	3 625
Summa Eget Kapital och skulder	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 274	7 648	8 050

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoresultat Rapporterat	294	230	321	385	411	531	623	671
Ik ke kassaflödespåverkande poster	152	169	215	349	392	364	382	401
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-283	-12	-181
Kassaflöde från den operationella verksamheten	465	224	386	844	994	611	993	890
Finansiella nettokostnader	-22	-24	-32	-38	-28	-53	-75	-75
Betald skatt	-69	-64	-91	-150	-183	-188	-242	-261
Investeringar	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	183	-258	-129	609	546	111	493	390
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-515	-235	-448	-650	-500	-500
Utdelningar	-104	-87	-104	-104	0	-212	-249	-268
Nyemission/återköp								
Amortering	-290	-242	-360	-350	-392	-364	-382	-401
Lånefinansiering och övriga justeringar	259	564	626	-111	-166	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-461	-557	-212	-249	-268
Kassaflöde	49	-39	33	148	-12	-251	244	122
Nettoskuld (just)	1314	1761	1996	1896	1540	1719	1475	1353

Tillväxt och marginaler

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Omsättningstillväxt	12%	6%	14%	7%	-4%	9%	6%	5%
EBIT-tillväxt	28%	-20%	51%	19%	8%	14%	22%	7%
EPS-tillväxt	42%	-22%	40%	19%	6%	-67%	17%	8%
Bruttomarginal	34%	33%	25%	35%	35%	35%	35%	36%
EBITDA-marginal	9%	8%	9%	11%	13%	12%	14%	14%
EBIT-marginal	6%	5%	6%	7%	8%	8%	10%	10%

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 målfaldigas 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 Instru-ment 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