



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 06 April 2022

Medicover

Modelluppdatering inför Q1-rapporten

Ovisshet om Ukraina

Vi har mot bakgrund av den tragiska utvecklingen i Ukraina uppdaterat våra modellantaganden. Sedan den ryska invasionen inleddes, den 24 februari, uppfattar vi att det inte har gått att bedriva verksamhet i Ukraina på ett önskvärt sätt. Framtiden är osviss och vi kan inte bedöma utsikterna för när eller om verksamheten kan återupptas. Vi hoppas på det bästa, men lyfter tills vidare ur potentialen i Ukraina från vår modell.

Hög nivå covid-testning i kvartalet

Smittspridningen av covid-19-viruset har fortsatt att vara hög under Q1 2022, vilket drivit upp testvolymerna. Särskilt tydligt på den tyska marknaden, där testvolymerna nått nya rekordnivåer, enligt siffror från European Centre for Disease Prevention and Control. Utvecklingen har varit starkare än vad vi hade räknat med och ger oss anledning till en viss uppjustering av våra Q1-siffror för den tyska marknaden.

Justerar motiverat värde

Den 27 april släpper Medicover sina siffror över det första kvartalet och vi förväntar oss en försäljningsmässigt stark rapport. Vi förväntar oss att utvecklingen på bolagets kärnmarknader fortsätter vara stark, med undantag för Ukraina. Ovissheten om framtiden i Ukraina är anledning till att vårt motiverade värde justeras till 260-265 (305-310 kr).

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	260.0 - 265.0	
EPS, justerad 22e	0.3	0.5	-46.7%	Omsättning, mkr	1,377	1,401	1,494	1,675	Aktiekurs	€20.0
EPS, justerad 23e	0.4	0.6	-22.4%	Tillväxt	38%	2%	7%	12%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	0.5	0.6	-14.7%	EBITDA, mkr	270	212	250	282		
				EBIT, mkr	159	81	113	137		
				EPS, justerad	0.7	0.3	0.4	0.5		
				EPS tillväxt	290%	(58)%	50%	24%		
				EK/aktie	3.7	4.0	4.3	4.6		
				Utdelning/aktie	0.1	0.2	0.2	0.3		
				EBIT-marginal	11.6%	5.8%	7.6%	8.2%		
				ROE (%)	19.0%	7.5%	10.4%	11.9%		
				ROCE	16.3%	8.0%	10.7%	12.4%		
				EV/Sales	2.6x	2.5x	2.4x	2.1x		
				EV/EBITDA	13.0x	16.6x	14.1x	12.5x		
				EV/EBIT	22.1x	43.3x	31.2x	25.7x		
				P/E, justerad	29.1x	70.7x	46.2x	38.4x		
				P/EK	5.4x	5.0x	4.7x	4.3x		
				Direktavkastning	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%		
				FCF yield	(3.3)%	2.0%	2.6%	4.3%		
				Nettosk./EBITDA	1.2g	0.9g	0.9g	0.8g		

Kommande händelser	
Q1 2022	27 April 2022
Q2 2022	22 Juli 2022
Q3 2022	3 Nov 2022

Bolagsfakta (EURm)	
Antal aktier	152m
Börsvärde	3,036
Nettoskuld	489
EV	3,525
Free float	39%
Daglig handelsvolym, snitt	96(k)
Reuters/Bloomberg	MCOVb.st/MCOVb.ss

Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
	klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Modelluppdatering inför Q1-rapporten

Investment Case

Medicover har en imponerande historik av att växa sin verksamhet och vi ser i nuläget inget som hindrar för att verksamheten kan växa under lång tid framöver. Globalt finns en tydlig trend av ökad andel äldre i befolkningarna och med det kommer ett ökat behov av hälsovård. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården i Östeuropa och Indien, där bolaget agerar, är underutbyggd och underfinansierad som skapar efterfrågan av privat sjukvård. Dessa marknader visar stark ekonomisk utveckling jämfört med mogna ekonomier, vilket driver en utveckling med en snabbt växande medelklass som efterfrågar snabbare och bättre tillgång till kvalitativ hälsovård.

Vi anser att den stora tillväxtpotentialen för bolaget inte återspeglas i aktiekursen (kurs 205 kr). Därtill har bolaget en stark balansräkning som ger utrymme för fortsatt hög förvärvsaktivitet, som kan ge extra bränsle åt tillväxten (inte inkluderat i våra prognoser). Vi bedömer att riskerna i verksamheten är låg, då hälsovård generellt visats motståndskraftigt mot svängningar i ekonomin samt bolagets goda historik av att hantera kriser. Det är dock viktigt att poängtera att aktien handlas till höga multiplar, vilket gör den känslig för besvikelser och marknadsvolatilitet.

Bolagsprofil

Medicover är leverantör av vård- och diagnostiktjänster med verksamhet i framför allt Central- och Östeuropa samt i Indien. Bolagets tre största marknader är Polen, Tyskland och Rumänien, vilka stod för nästan 75 procent av nettoomsättningen under 2021. Nettoomsättning på rullande tolv månadersbasis uppgår till knappt EUR 1,4 mdr med ett EBITDA på EUR 270 m. Intäkterna är relativt jämt fördelade mellan bolagets två divisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. Inom affärsområdena ingår över 32 000 medarbetare. Medicover leds av ett erfaret och starkt team, där vd och CFO varit intakta under merparten av bolagsresan, som över tid levererat tillväxt högre än sina underliggande marknader.

Värdering

Vår värdering av Medicover stödjer sig mot en DCF-värdering och en multipelvärdering. DCF-modellen baseras på explicita estimat tio år framåt för vardera affärsdivision och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 7,6 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 265 kr per aktie. Multipelvärderingen utgår ifrån EV/EBITDA-multipel för 2023 på 18x, som ger ett värde på 260 kr, vilket leder oss till ett motiverat värde om 260-265 kr (305-310).

Nedan visas en känslighetsanalys för vår DCF-värdering baserat på olika antagande om avkastningskrav (WACC) och den terminala tillväxttakten. Bolagets exponering mot underutbyggda sjukvårds- och diagnostikmarknader, vilka vi förväntar oss kommer att uppvisa en stark tillväxt under decennier, är anledningen till att vi använder ett terminalvärde på 3 procent.

Känslighetsanalys DCF-värdering						
		Långsiktig tillväxttakt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,2%	238	263	296	337	391
	7,4%	227	250	280	317	365
	7,6%	216	238	265	299	342
	7,8%	204	223	247	277	314
	8,0%	195	213	235	262	296

Källa: EPB

Aktien har utvecklats svagt i år (ca -45%), där kriget i Ukraina är den främsta förklaringen. Värt att poängtera, en del av kursnedgången kan tillskrivas ett högt ingångsvärde, där nytt All Time High (372 kr) sattes kring årsskiftet.

Ukraina tas bort, men covid-testning mildrar effekten på kort sikt

Framtiden i Ukraina är oviss till följd av den ryska invasionen och vi kan inte bedöma utsikterna för när eller om verksamheten kan återupptas. Vi hoppas på det bästa för Ukraina, men lyfter tills vidare ur potentialen från vår modell.

Under hela Q1 2022 har vi sett höga testvolymerna av covid-19, enligt siffror från European Centre for Disease Prevention and Control. Särskilt hög har den varit i Tyskland, där testvolymerna var upp med 54 procent jämfört med Q4 2021. Det anser vi ger stöd för hög försäljning på den tyska marknaden inom Diagnostic Services. Andra bolag inom diagnostik indikerar dock att det funnits en ökad press på priserna i år, varför vi inte förväntar oss att ökningen kommer att slå igenom fullt ut.

Vi bedömer att kriget i Ukraina påverkar lönsamheten negativt och har justerat ned våra estimat, för kvartalet och för helåret.

Övergripande estimatförändringar		Q1 2022E	2022E	2023E
Nettoomsättning	Nya	367,6	1400,9	1494,1
	Tidigare	373,5	1477,5	1635,1
	Diff	-1,6%	-5,2%	-8,6%
Bruttoresultat	Nya	99,3	350,5	384,0
	Tidigare	104,2	392,1	426,0
	Diff	-4,7%	-10,6%	-9,9%
EBITDA	Nya	63,3	211,9	250,4
	Tidigare	70,5	263,1	281,6
	Diff	-10,2%	-19,5%	-11,1%
EBIT	Nya	31,2	81,4	112,9
	Tidigare	37,7	131,7	139,9
	Diff	-17,2%	-38,2%	-19,3%
EPS (EUR)	Nya	0,125	0,282	0,433
	Tidigare	0,157	0,530	0,558
	Diff	-20,4%	-46,8%	-22,4%

Källa: EPB

I samband med Q4 2021-rapporten indikerades av bolaget att nya finansiella mål skulle sättas upp i samband med rapporten för första kvartalet 2022, före de tidigare hade löpt ut (löper t.o.m. 2022). Givet den beklagliga utvecklingen i Ukraina, så är det mer troligt att en justering får vänta till nästa år, vid Q4 2022-rapporten.

Inför rapporten den 27 april känner vi en högre osäkerhet än tidigare kring våra estimat, vilket återspeglas i konservativt satta prognoser.

Resultaträkning (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	580,2	671,6	844,4	997,8	1377,4	1400,9	1494,1	1675,1
Kostnader för medicinska tjänster	-438,2	-507,3	-637,6	-734,3	-982,4	-1050,4	-1110,1	-1239,6
Bruttoresultat	142,0	164,3	206,8	263,5	395,0	350,5	384,0	435,5
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-28,5	-35,2	-45,0	-43,3	-58,1	-61,3	-63,5	-70,4
Administrationskostnader	-84,7	-95,4	-115,3	-158,9	-177,5	-207,8	-207,6	-227,8
Rörelseresultat (EBIT)	28,8	33,7	46,5	61,3	159,4	81,4	112,9	137,4
Övriga intäkter och kostnader	2,9	8,6	1,0	1,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Ränteutgifter	0,2	1,4	1,8	0,9	1,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-4,9	-9,6	-13,7	-18,1	-20,1	0,0	0,0	0,0
Övriga finansiella intäkter och kostnader	0,8	-0,6	-0,4	-8,4	1,8	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-3,9	-8,8	-12,3	-25,6	-17,3	-21,0	-22,4	-25,1
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,2	-1,8	-1,9	0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	28,0	31,7	33,3	37,3	143,8	60,4	90,5	112,2
Skatt	-7,8	-7,5	-8,6	-10,0	-37,2	-15,3	-22,8	-28,1
Nettoresultat	20,2	24,2	24,7	27,3	106,6	45,1	67,7	84,2

Resultaträkning per kvartal (EUR m)

	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22E	Q2'22E	Q3'22E	Q4'22E
Nettoomsättning	348,9	335,0	376,3	367,6	337,7	340,4	355,2
Kostnader för medicinska tjänster	-245,4	-249,4	-267,1	-268,4	-258,4	-258,7	-265,0
Bruttoresultat	103,5	85,6	109,2	99,3	79,4	81,7	90,2
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-15,0	-12,9	-16,3	-16,2	-14,9	-15,0	-15,3
Administrationskostnader	-42,3	-42,7	-51,3	-51,8	-51,3	-51,7	-52,9
Rörelseresultat (EBIT)	46,2	30,0	41,6	31,2	13,2	15,0	22,0
Övriga intäkter och kostnader	0,2	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-1,3	-6,6	-4,1	-5,5	-5,1	-5,1	-5,3
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	45,4	24,4	37,5	25,7	8,1	9,9	16,7
Skatt	-11,9	-6,0	-9,1	-6,6	-2,1	-2,5	-4,2
Nettoresultat	33,5	18,4	28,4	19,2	6,1	7,4	12,5

Balansräkning (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	126,8	150,1	293,1	289,2	371,7	420,1	455,3	498,0
Övriga immateriella tillgångar	36,4	50,8	74,6	64,6	75,1	74,4	82,2	92,1
Nyttjanderättstillgångar	110,3	117,0	166,0	180,4	327,4	408,0	455,0	520,3
Summa Immateriella anläggningstillgångar	273,5	317,9	533,7	534,2	774,2	902,5	992,5	1110,4
Materiella anläggningstillgångar	147,8	164,4	252,7	257,9	319,3	357,2	383,8	413,8
Summa Materiella anläggningstillgångar	147,8	164,4	252,7	257,9	319,3	357,2	383,8	413,8
Finansiella anläggningstillgångar	31,9	57,3	17,3	29,6	39,2	40,8	45,0	46,6
Summa Finansiella anläggningstillgångar	31,9	57,3	17,3	29,6	39,2	40,8	45,0	46,6
Varulager	30,7	30,3	37,1	53,0	72,0	70,0	74,0	82,1
Kundfordringar	82,3	92,3	142,3	149,4	201,7	203,1	216,6	242,1
Övriga fordringar	2,1	27,8	1,6	0,0	3,1	3,8	0,0	0,0
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	40,1	192,9	0,0	0,0	0,0
Kassa o bank	45,4	38,4	34,8	46,7	81,9	227,5	185,6	178,2
Summa omsättningstillgångar	160,5	188,8	215,8	289,2	551,6	504,5	476,2	502,3
SUMMA TILLGÅNGAR	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1684,3	1805,0	1897,5	2073,1
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	299,8	317,5	359,7	483,5	562,1	603,1	651,0	706,2
Uppskjuten skatteskuld	22,8	23,7	27,5	30,0	35,3	43,0	45,3	49,4
Räntebärande skuld	52,5	126,4	163,8	152,8	375,3	375,0	365,0	365,0
Leasingskulder	85,6	96,4	142,0	165,1	299,8	362,1	428,0	502,3
Övriga långfristiga skulder	28,7	34,5	44,8	51,2	86,8	93,0	74,7	82,1
Summa Långfristiga skulder	189,6	281,0	378,1	399,1	797,2	873,1	913,0	998,8
Leverantörsskulder	66,3	77,9	114,6	149,4	182,4	186,3	194,2	216,9
Konvertibellån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kort skuldsättning (räntebärande)	3,7	4,9	111,5	15,1	42,9	40,0	37,8	39,3
Kort leasingskulld	30,3	29,0	34,2	34,4	46,1	49,2	51,1	54,2
Aktuell skatteskuld	6,8	4,2	4,8	7,8	28,8	29,5	25,0	29,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,2	13,9	16,6	21,6	24,8	23,8	25,4	28,5
Summa Kortfristiga skulder	124,3	129,9	281,7	228,3	325,0	328,8	333,5	368,1
Summa Eget Kapital och skulder	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1684,3	1805,0	1897,5	2073,1

Kassaflödesanalys (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde före förändring av rörelsekapital	83,3	94,4	124,4	167,7	275,9	218,2	257,9	292,6
Summa förändring av rörelsekapital	0,5	-8,1	-23,5	-0,7	-40,9	3,5	-8,6	-3,6
Betald skatt	-7,1	-11,9	-13,5	-11,0	-18,3	-27,2	-26,0	-28,1
Kassaflöde från den löpande verksamheten	76,7	74,4	87,3	156,0	216,7	194,5	223,3	261,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-53,5	-116,1	-141,8	-126,3	-333,6	-160,0	-171,8	-159,1
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	4,9	34,6	48,8	-14,1	174,5	-64,0	-69,6	-79,6
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-17,8	-23,7	-29,7
Periodens kassaflöde	28,1	-7,1	-5,7	15,6	47,2	-47,3	-41,9	-7,4

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	16,7%	15,8%	25,7%	18,2%	38,0%	1,7%	6,6%	12,1%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	25,0%	25,7%	26,0%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	15,1%	16,8%	17,0%
EBITDAaL-marginal	9,1%	8,7%	9,5%	10,9%	15,3%	8,9%	10,0%	10,1%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	5,8%	7,6%	8,2%
Skattesats	-27,9%	-23,7%	-25,8%	-26,8%	-25,9%	-25,3%	-25,2%	-25,0%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	6,3%	2,5%	3,6%	4,1%
ROE	6,7%	7,6%	6,9%	5,6%	19,0%	7,5%	10,4%	11,9%
ROIC	5,7%	5,4%	3,9%	4,2%	11,9%	6,2%	8,7%	10,3%
ROCE	8,1%	7,5%	7,3%	9,4%	16,3%	8,0%	10,7%	12,4%

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,152	0,167	0,168	0,182	0,686	0,282	0,433	0,520
Utdelning per aktie				0,070	0,120	0,160	0,200	0,250
EK per aktie	2,25	2,38	2,70	3,26	3,70	3,97	4,28	4,65
Antal aktier efter utspädning	135,7	135,7	135,7	150,7	151,9	151,9	151,9	151,9

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	39,5	39,0	63,7	88,8	29,1	70,7	46,2	38,4
P/EK	2,8	3,0	4,4	5,0	5,4	5,0	4,7	4,3
Direktavkastning				0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,3%
EV/S*	1,7	1,8	2,2	2,7	4,3	2,6	2,5	2,3
EV/EBITDA*	12,2	13,0	15,1	17,4	22,0	17,2	14,9	13,5
EV/EBITDAaL*	18,9	20,2	22,6	25,2	28,3	29,2	24,9	22,8
EV/EBIT*	34,6	35,1	39,2	44,6	37,4	44,6	33,0	27,7
Aktiekurs (SEK)	63	73,3	108,6	164,0	370,0	205,4	205,4	205,4
EV (EUR m)*, årets slut	998	1 182	1 825	2 733	5 958	3 635	3 732	3 811

* EV inkluderar leasingkulder vid utgången av året (EV på framsidan är baserad på senaste rapporten)

Källa: Bolaget, EPB

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 grundas 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