



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 19 Maj 2022

Lagercrantz

Stark och bred efterfrågan i kvartalet

Fortsatt starkt affärsläge...

Lagercrantz rapporterade organisk tillväxt på 20% med förvärv som bidrog med 17%. Det är fjärde kvartalet i rad med tvåsiffrig organisk tillväxt - affärsläget är generellt starkt. Efterfrågan är bred och stark och trenden har fortsatt i april och maj. Sekundära effekter av kriget i Ukraina är fortfarande svårbedömda. Bidraget från förvärv är fortsatt historiskt högt.

...och god hantering av högre insats- och transportkostnader

EBITA-marginalen kontraherade y/y men var upp sekventiellt. Dotterbolagen har lyckats parera de högre fraktpiserna och kostnaderna för komponenter och insatsmaterial genom prishöjningar och alternativa fraktvägar och leverantörer. Det finns fler prishöjningar i systemet som kommer att ha gradvis påverkan under kommande kvartal.

Höjer estimaten något men sänker motiverat värde

Efterfrågan är fortsatt god, förvärvsagendan är fortsatt aktiv och vi höjer estimaten med 3-4%. Trots högre estimat sänker vi vårt motiverade värde till 101-103 kr (114-116 kr) för att reflektera peer-gruppens multipelkontraktion. Vi fortsätter att gilla förvärvsbolagens affärsmodeller men ser fortsatt risk för ytterligare press på multiplarna.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk																
	Nu	Förr		21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	101.0 - 103.0																
EPS, justerad 22/23e	3.2	3.1	3.4%	Omsättning, mkr	5,482	6,122	6,306	6,495	Aktiekurs	SEK91.2															
EPS, justerad 23/24e	3.4	3.3	3.7%	Tillväxt	34%	12%	3%	3%	Riskenivå	Medium															
EPS, justerad 24/25e	3.6	3.6	0.0%	EBITDA, mkr	1,094	1,208	1,251	1,295	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>																
				EBIT, mkr	781	909	946	984																	
				EPS, justerad	2.8	3.2	3.4	3.6																	
				EPS tillväxt	47%	16%	6%	6%																	
				EK/aktie	11.0	12.9	14.9	16.8																	
				Utdelning/aktie	1.3	1.3	1.4	1.8																	
				EBIT-marginal	14.2%	14.8%	15.0%	15.1%																	
				ROE (%)	28.0%	27.2%	24.7%	22.9%																	
				ROCE	20.1%	20.4%	21.2%	22.0%																	
				EV/Sales	3.8x	3.4x	3.3x	3.2x																	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div> <table border="0" style="font-size: small; margin-top: 5px;"> <tr> <td>Delårsrapport Q1 2022/23</td> <td>2022-07-19</td> </tr> <tr> <td>Bolagsstämma</td> <td>2022-08-30</td> </tr> <tr> <td>Delårsrapport Q2 2022/23</td> <td>2022-08-30</td> </tr> </table>				Delårsrapport Q1 2022/23	2022-07-19	Bolagsstämma	2022-08-30	Delårsrapport Q2 2022/23	2022-08-30																
				Delårsrapport Q1 2022/23	2022-07-19																				
				Bolagsstämma	2022-08-30																				
				Delårsrapport Q2 2022/23	2022-08-30																				
								EV/EBITDA	18.8x	17.0x	16.4x	15.9x													
								EV/EBIT	26.3x	22.6x	21.7x	20.9x													
								P/E, justerad	32.5x	28.2x	26.6x	25.2x													
								P/EK	8.3x	7.1x	6.1x	5.4x													
								Direktavkastning	1.2%	1.4%	1.5%	2.0%													
								FCF yield	2.2%	3.3%	3.7%	3.9%													
				Nettosk./EBITDA	1.9g	1.4g	1.0g	0.7g																	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div> <table border="0" style="font-size: small; margin-top: 5px;"> <tr> <td>Antal aktier</td> <td>203m</td> </tr> <tr> <td>Börsvärde</td> <td>18,531</td> </tr> <tr> <td>Nettoskuld</td> <td>2,027</td> </tr> <tr> <td>EV</td> <td>20,558</td> </tr> <tr> <td>Free float</td> <td>74%</td> </tr> <tr> <td>Daglig handelsvolym, snitt</td> <td>168(k)</td> </tr> <tr> <td>Reuters/Bloomberg</td> <td>LAGRb.ST/LAGRb SS</td> </tr> </table>				Antal aktier	203m	Börsvärde	18,531	Nettoskuld	2,027	EV	20,558	Free float	74%	Daglig handelsvolym, snitt	168(k)	Reuters/Bloomberg	LAGRb.ST/LAGRb SS								
				Antal aktier	203m																				
				Börsvärde	18,531																				
				Nettoskuld	2,027																				
				EV	20,558																				
				Free float	74%																				
				Daglig handelsvolym, snitt	168(k)																				
				Reuters/Bloomberg	LAGRb.ST/LAGRb SS																				

Analytiker

markus.almerud@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 19 Maj 2022

Sammanfattning

Stark och bred efterfrågan i kvartalet

Investment Case

Lagercrantz 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 cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars i år, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år från runt en halv miljard förra året) har man gjort två större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 65% 2020/21, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 20% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

Bolagsprofil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 25x och EV/EBIT 20x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal på 25-30x och EV/EBIT på 22-27x på 2023 års vinst.

Motiverat värde

101-103 kr

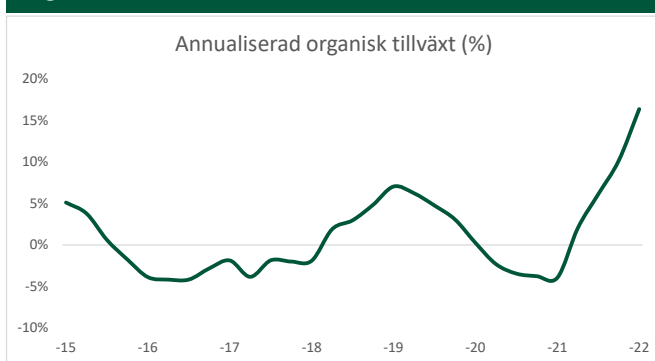
Fortsatt gott momentum

Q4 var fjärde kvartalet i rad med tvåsiffrig organisk tillväxt och även om de låga jämförelsetalen förklarar en del så är den underliggande konjunkturen stark. Att driva organisk tillväxt fortsätter att vara ett huvudfokus för ledningen. Med mer utmanande jämförelsetal framöver är det naturligt att anta att tillväxttalen kommer ner framöver men det är värt att poängtera den underliggande styrkan. Årstakten på den organiska tillväxten såväl som försäljningen och EBITA är på historiskt höga nivåer.

Tillskottet från M&A hittills i år är rekordhögt och nästa räkenskapsår ligger redan på ungefär samma takt som för helåren 2018-2020 trots att nästa räkenskapsår inte ens har börjat (Lagercrantz har brutet räkenskapsår som börjar 1 april).

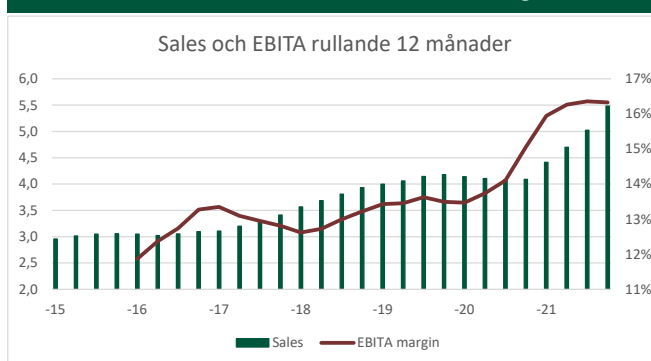
Enligt bolaget är efterfrågan bred och stark och trenden har fortsatt i april och maj vilket är positivt på kort sikt även om riskerna har ökat med den geopolitiska situationen. På kort och medellång sikt fortsätter bolaget öka andelen egna produkter vilket ger fortsatt gynnsamma utsikter. Lagercrantz har som målsättning att öka vinsten före skatt till en miljard inom fem år, vilket motsvarar ca 15% vinsttillväxt per år.

Organiska tillväxten fortsätter att accelerera...



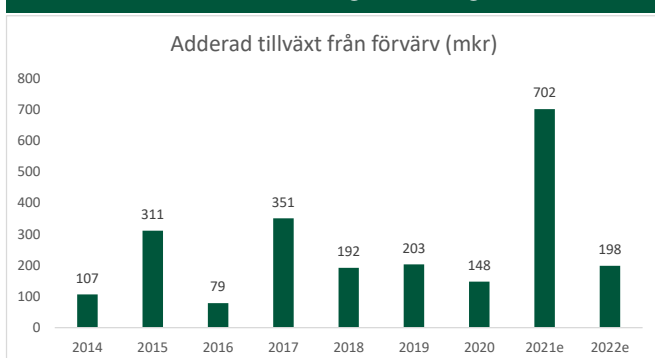
Bolaget, EPB

...och sales och EBITA är på historiskt höga nivåer



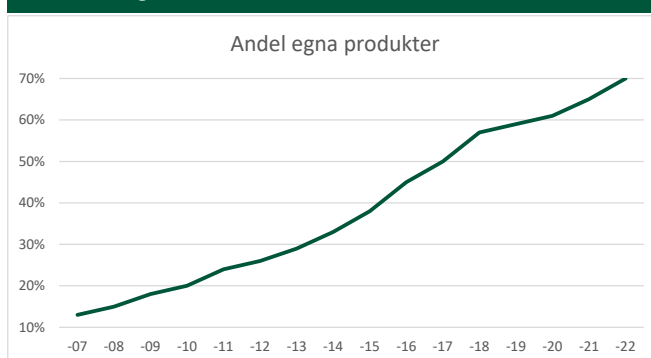
Bolaget, EPB

Förvärvad tillväxt har aldrig varit högre



Bolaget, EPB

Andelen egna produkter kommer fortsätta öka

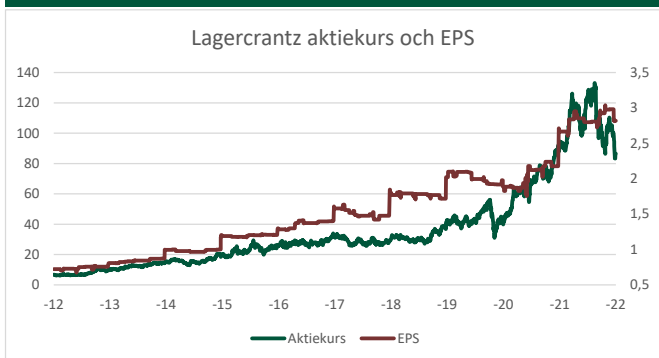


Bolaget, EPB

Samtliga förvärvsbolag såg stark aktiekursutveckling och multipelexpansion under 2021 men har kommit tillbaka kraftigt i början av året utan att estimaten har kommit ner märkbart - tillbakagången är ren multipelkontraktion. En jämförelse med Indutrade samt OMX visar att hela multipelexpansionen inte är unik för Lagercrantz - serieförvärvarna som helhet såg multiplarna expandera förra året och har sett dem kontrahera i år.

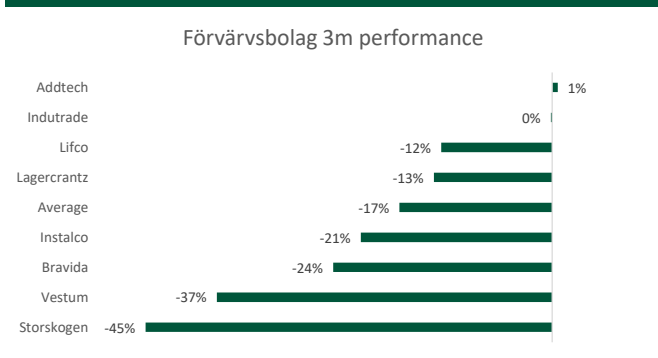
Serieförvärvarna är någonting man vill ha i sin portfölj men samtidigt så är det svårt att veta var multiplarna kommer att stabiliseras. Vinstestimaten kommer att fortsätta utvecklas positivt men det kan ändå vara vettigt att vänta med att investera tills multiplarna har stabiliserats.

Estimattrenden har varit relativt stabil



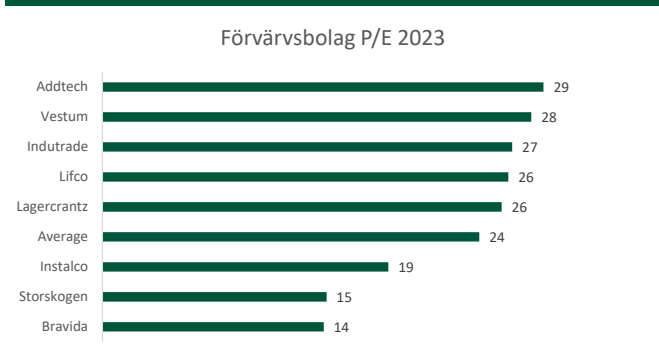
Factset, EPB

Hela universet har fallit kraftigt senaste månaderna



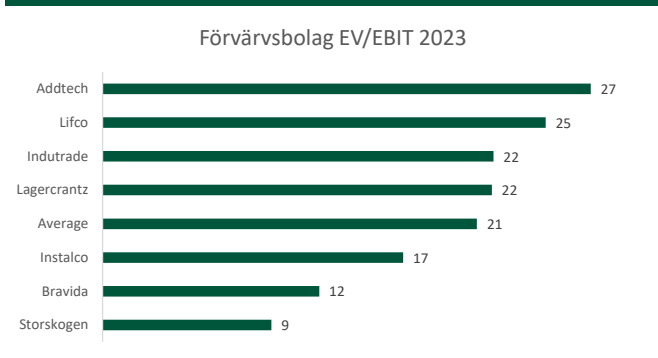
Factset, EPB

Förvärvsbolagen handlar på P/E 24x...



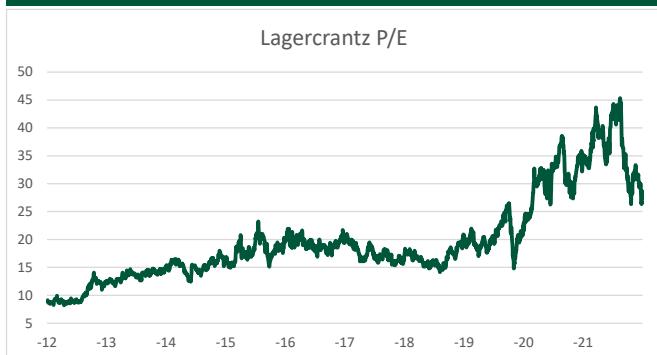
Factset, EPB

...och EV/EBIT 21x på 2023e



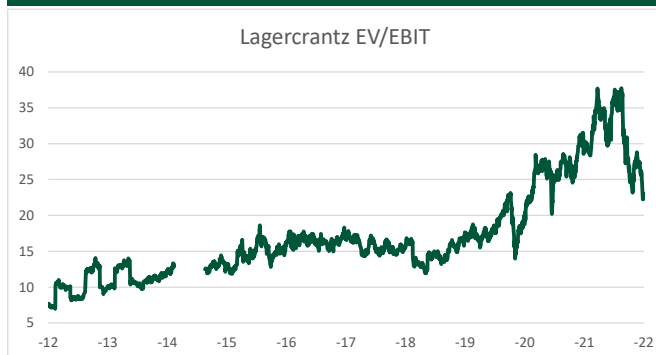
Factset, EPB

...vilket är historiskt högt både på P/E...



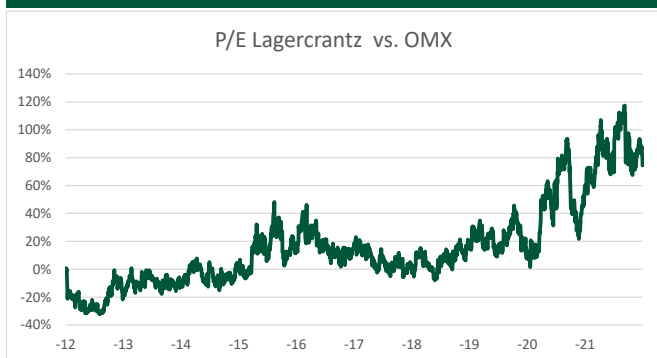
Factset, EPB

...och EV/EBIT



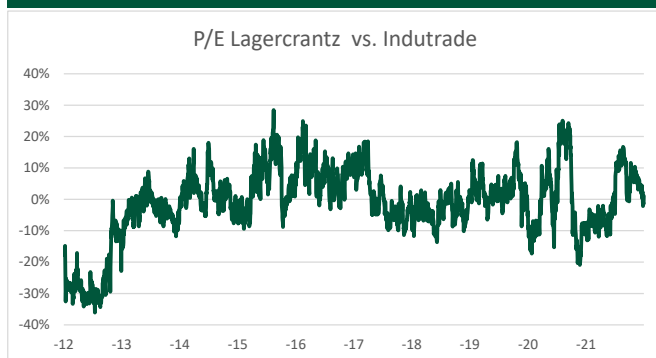
Factset, EPB

På historiskt höga nivåer jämfört med OMX...



Factset, EPB

...men i linje med Indutrade



Factset, EPB

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	24
2023/24e nettovinst (mkr)	698
2022/23e EPS (kr)	3,4
Motiverat värde idag (mdr kr)	17
Motiverat värde idag (kr)	82
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	21
2023/24e EBIT(A) (mkr)	1023
Motiverat EV idag (mdr kr)	21
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	6,7
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,5
Total 2025/26 (mdr kr)	8,2
Total 2021/22 (mdr kr)	5,5
CAGR	11%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 310
2021/22 EBITA	895
CAGR	10%
Finansnetto	-95
Skatt	-267
2025/26 nettovinst inkl M&A	948
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	18
Motiverat P/E	25
Värde mars 2024 (mdr kr)	24
Värde per aktie mars 2024 (kr)	116
Värde per aktie idag	100
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	16
Motiverat EV/EBIT	20
EV mars 2024 (mdr kr)	26
EV nuvärde (mdr kr)	23
Senaste net debt (mdr kr)	1,6
Nuvärde (mdr kr)	21
Nuvärde per aktie (kr)	105

EPB

Känslighetsanalys

		M&A per år (mkr)		
		200	300	400
P/E	15	64	74	83
	20	80	93	104
	25	96	111	125

EPB

Resultaträkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoomsättning	3 932	4 180	4 091	5 482	6 122	6 306	6 495
Kostnad sålda varor	-2 488	-2 618	-2 513	-3 389	-3 761	-3 868	-3 978
Bruttovinst	1 444	1 562	1 578	2 093	2 361	2 438	2 517
Rörelsekostnader	-993	-1 079	-1 049	-1 312	-1 452	-1 492	-1 533
EBIT (rapporterat)	451	483	529	781	909	946	984
Förvärvsrelaterade avskrivningar	-68	-82	-87	-114	-114	-114	-114
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0
EBITA (justerat)	519	565	616	895	1 023	1 060	1 098
<i>Marginal</i>	13,2%	13,5%	15,1%	16,3%	16,7%	16,8%	16,9%
Övriga avskrivningar	-56	-152	-158	-199	-185	-191	-197
EBITDA (justerat)	575	717	774	1 094	1 208	1 251	1 295
Finansiella intäkter	11	14	14	14	14	14	14
Finansiella kostnader	-31	-37	-41	-54	-67	-55	-43
Resultat före skatt	431	460	502	741	856	905	955
Skatter	-89	-94	-114	-169	-195	-206	-218
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	572	661	698	737
Nettoresultat (justerat)	342	366	388	572	661	698	737

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	1 327	1 518	1 609	2 006	2 006	2 006	2 006
Övriga immateriella tillgångar	721	758	785	1 085	1 017	950	882
Materiella anläggningstillgångar	266	480	586	741	792	845	899
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	14	18	21	19	19	19	19
Summa anläggningstillgångar	2 328	2 774	3 001	3 851	3 835	3 820	3 806
Varulager	528	562	655	949	1 060	1 092	1 124
Kundfordringar	640	682	638	972	1 085	1 118	1 152
Övriga omsättningstillgångar	219	214	165	225	228	229	230
Likvida medel	139	117	151	210	150	150	150
Summa omsättningstillgångar	1 526	1 575	1 609	2 356	2 523	2 588	2 656
SUMMA TILLGÅNGAR	3 854	4 349	4 610	6 207	6 358	6 408	6 462
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 228	2 624	3 038	3 406
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	1 508	1 684	1 855	2 228	2 624	3 038	3 406
Långfristiga finansiella skulder	902	798	833	1 860	1 456	1 048	686
Pensionsavsättningar	76	76	76	76	76	76	76
Uppskjutna skatteskulder	212	228	263	263	263	263	263
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1 190	1 102	1 172	2 199	1 795	1 387	1 025
Kortfristiga finansiella skulder	166	556	556	301	301	301	301
Leverantörsskulder	332	329	388	555	620	638	658
Skatteskulder	47	105	105	105	105	105	105
Övriga kortfristiga skulder	611	573	534	819	913	940	967
Summa kortfristiga skulder	1 156	1 563	1 583	1 780	1 938	1 984	2 031
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 854	4 349	4 610	6 207	6 358	6 408	6 462

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	572	661	698	737
Icke kassaflödespåverkande poster	100	237	258	315	299	305	311
Förändringar i rörelsekapital	20	-96	136	-293	-69	-20	-20
Kassaflöde från den operationella verksamheten	462	507	782	594	891	983	1 028
Investeringar i anläggningstillgångar	-80	-96	-95	-112	-282	-290	-298
Avyttringar	7	5	5	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	389	416	692	482	608	694	730
Utdelningar	-137	-179	-147	-266	-265	-285	-369
Nyemission / återköp	-1	-17	0	0	0	0	0
Förvärv	-142	-260	-325	-653	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-104	18	-186	490	-404	-409	-361
Kassaflöde	5	-22	34	53	-60	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	6	0	0	0
Nettoskuld	929	1 237	1 238	2 027	1 683	1 275	913

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Organisk tillväxt	7%	0%	-4%	16%	6%	3%	3%
Omsättningstillväxt	15%	6%	-2%	34%	12%	3%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	19%	9%	9%	45%	14%	4%	4%
EPS-tillväxt, justerad	20%	7%	6%	47%	16%	6%	6%
Bruttomarginal	36,7%	37,4%	38,6%	38,2%	38,6%	38,7%	38,8%
EBITDA-marginal (justerad)	14,6%	17,2%	18,9%	20,0%	19,7%	19,8%	19,9%
EBITA-marginal (justerad)	13,2%	13,5%	15,1%	16,3%	16,7%	16,8%	16,9%
Skattesats	21%	20%	23%	23%	23%	23%	23%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
ROE, justerad	24%	23%	22%	28%	27%	25%	23%
ROCE, justerad	18%	17%	17%	20%	21%	22%	22%
ROIC	18%	18%	17%	21%	21%	22%	23%
Investeringar / omsättning	2%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Varulager / omsättning	13%	13%	16%	17%	17%	17%	17%
Rörelsekapital / omsättning	21%	22%	22%	25%	25%	25%	25%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,0x

Bolaget, EPB

Finansiell Ställning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoskuld	929	1 237	1 238	2 027	1 683	1 275	913
Soliditet	39%	39%	40%	36%	41%	47%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	73%	67%	91%	64%	42%	27%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,9x	1,4x	1,0x	0,7x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
EPS, rapporterad	1,68	1,80	1,91	2,81	3,25	3,43	3,62
EPS, justerad	1,68	1,80	1,91	2,80	3,24	3,42	3,61
FCF per aktie	1,92	2,05	3,40	2,37	2,99	3,41	3,59
Utdelning per aktie	0,83	0,67	1,00	1,30	1,30	1,40	1,81
Eget kapital per aktie	7,4	8,3	9,1	10,9	12,9	14,9	16,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	203	203	204	204	204	204	204

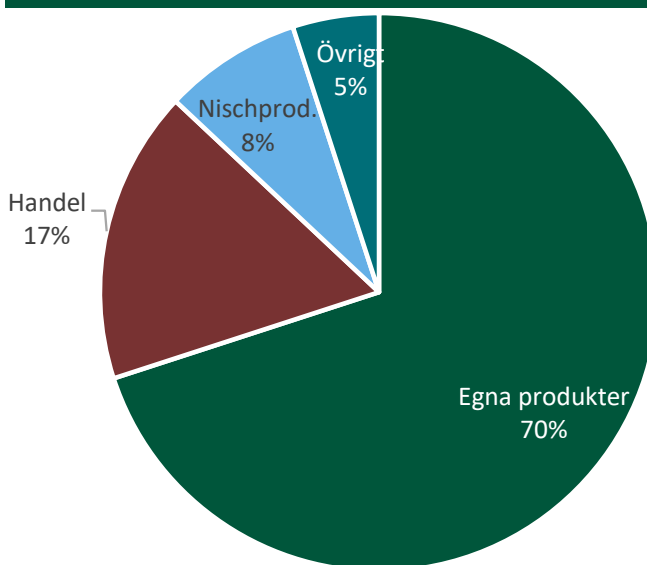
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kapital
Anders Börjesson och Tisenhult-gruppen	28,8%	5,6%
SEB Investment Management	10,1%	14,3%
Swedbank Robur Fonder	8,6%	12,2%
Fidelity Investments (FMR)	6,0%	8,5%
Lannebo Fonder	3,9%	5,6%
Ordförande	Anders Börjesson	
Verkställande direktör	Jörgen Wigh	
Finansdirektör	Peter Thysell	
Investerarkontakt	Peter Thysell	
Hemsida	https://www.lagercrantz.com	

Bolaget, EPB

Försäljning per produkttyp



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 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