



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Säkerhet | Sverige | 09 Juni 2022

Nordic LEVEL Group

Återhämtning av resultatet kommande kvartal

Säkerhetsmedvetenheten har accentuerats

Företags inköp av säkerhetstjänster ökade med 6% per år 2016-2020, och 2020 köptes tjänster motsvarande halva polisens budget. Med den nuvarande geopolitiska osäkerheten anser vi att säkerhetsmedvetandet har accentuerats ytterligare, och att benägenheten att köpa säkerhetstjänster har ökat. Från diverse diskussioner har vi dessutom dragit slutsatsen att proaktiviteten hos köparna har ökat.

Omsättning på 450 mkr i årstakt

Hittills i år har LEVEL stängt två större förvärv med en omsättning på ca 120 mkr. I kombination med en omsättning i årstakt på 330 mkr vid årsskiftet har koncernen redan nått nästan hälften av målsättningen 1 mdkr, och har dessutom förvärvat runt en tredjedel av det vi trodde att de skulle göra under fem år. Vi ser den höga förvärvstakten som positiv och skulle inte bli förvånade om vi såg fler förvärv redan i år.

Lönsamheten kommer öka takt med att omsättningen växer

LEVEL har byggt en koncernstab som ska klara 1 mdkr i omsättning. I takt med att omsättningen stiger och fler förvärv görs spåds koncernkostnaderna ut och marginalerna stiger. Vi ser ett motiverat värde på 3,4-3,6 kr (upp från 3,2-3,4). Om de skulle börja närma sig miljarden ser vi ett värde på över 5 kr med ytterligare uppsida om de uppnår sitt marginalmål (EPB på 8% inklusive framtida M&A).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	3.4 - 3.6	
EPS, justerad 22e	0	0	0.0%	Omsättning, mkr	227	397	458	504	Aktiekurs	SEK2.4
EPS, justerad 23e	0.1	0.1	0.0%	Tillväxt	127%	75%	15%	10%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	0.1	0.1	0.0%	EBITDA, mkr	(13.7)	9.8	23.0	29		
				EBIT, mkr	(21)	3	15	21		
				EPS, justerad	(0.2)	0.0	0.1	0.1		
				EPS tillväxt	-%	-%	24%	0%		
				EK/aktie	1.3	1.7	1.8	2.0		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(5.9)%	0.7%	3.3%	4.1%		
				ROE (%)	(20.4)%	0.2%	4.9%	6.9%		
				ROCE	(5.2)%	4.3%	8.8%	11.3%		
				EV/Sales	1.1x	0.6x	0.6x	0.5x		
				EV/EBITDA	(18.5)x	25.9x	11.1x	8.7x		
				EV/EBIT	(12.2)x	90.4x	16.8x	12.2x		
				P/E, justerad	(10.3)x	672.7x	26.9x	18.0x		
				P/EK	1.9x	1.4x	1.3x	1.2x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(31.3)%	2.5%	6.5%	8.3%		
				Nettosk./EBITDA	(1.9)g	3.8g	1.1g	0.3g		

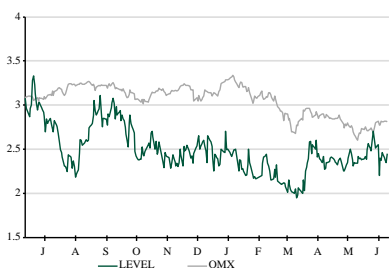
Kommande händelser

Delårsrapport Q2 2022	2022-08-19
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-18

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	111m
Börsvärde	261
Nettoskuld	(6)
EV	254
Daglig handelsvolym, snitt	98(k)
Reuters/Bloomberg	LEVEL.ST/LEVEL.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Återhämtning av resultatet kommande kvartal

Investment Case

Förvärvet av LEVEL, vilket slutfördes i maj 2021, var transformativt. Det ökade omsättningen från ca 100 mkr till 300 mkr i ett slag och är en central byggsten i målsättningen att nå en miljard i omsättning till 2026. Då bolaget ser att efterfrågan på helhetslösningar ökar, är den ökande bredden en viktig konkurrensfördel. Förvärv är en central del i strategin – vi tror att bolaget kommer att behöva förvärva 300–400 mkr för att kunna uppnå sina målsättningar och vi tror att en stor del av förvärven kommer att ske i början av femårsperioden. Med en framtung förvärvsambition kommer förvärv att agera triggers för aktien.

Bolagsprofil

Nordic LEVEL Group (LEVEL, f.d. Confidence International) är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster och utrustning med verksamhet huvudsakligen i Sverige. Confidence grundades 1989 men gick i maj 2021 ihop med Nordic LEVEL Services Group och ökade omsättningen från 100 mkr till 300 mkr (proforma vid förvärvstillfället). I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster:

- Advisory: säkerhetsrådgivning såsom screening, utredningar och bakgrundskontroller samt analys och omvärldsbevakning
- Technology: systemintegration, produkt- och etableringsspecialister av marknadsledande tekniska säkerhetslösningar inom brand, lås, inpassering, kameraövervakning, perimeter- och inbrottsskydd
- Operations: bevaknings- och personskyddstjänster samt parkeringsövervakning

I tre affärsområden erbjuder den nya koncernen säkerhetsrådgivning, systemintegration samt bevaknings- och personskyddstjänster. Bolaget har som mål att växa omsättningen till 1 mdkr till 2026 samt att nå en rörelsemarginal på 10%.

Värdering

Vi värderar LEVEL med SOTP eftersom det underlättar när vi bedömer värdet på framtida förvärv. Med en målsättning att växa omsättningen till 1 mdkr från en bas på 330 mkr (vid årskiftet 2021), varav 300–400 mkr kommer att vara förvärv, har bolaget byggt en central organisation för att kunna nå 1 mdkr i omsättning.

Vi har använt 12x EBITDA för Advisory för att reflektera den högre underliggande tillväxten, 10x EBITDA för Technology för att reflektera en relativt sett hög marknadstillväxt samt en marginal som ligger mellan Advisory och Operations samt 8x för Operations för att ta hänsyn till den lägre marknadstillväxten samt lönsamheten.

Då målsättningarna är satta på 2026 använder vi målmultiplar på 2026 års estimat vilka vi sedan nuvärdesberäknar. Vårt motiverade värde inkluderar inte förvärv men vi har räknat på och presenterar vilken effekt vi tror att förvärv kommer att ha på värdet. Eftersom en stor del av den centrala funktionen är anpassad för en omsättning på en miljard och därmed för att exekvera på förvärven så har vi nettat en del av de centrala kostnaderna mot förvärven. Förvärven är värderade till den genomsnittliga multipeln för den övriga verksamheten - ca 10x EBITDA. Vi ser ett motiverat värde på 3,4-3,6 kr med potentiell uppsida till över 5 kr om förvärvsstrategin lyckas fullt ut.

Bra underliggande marknad

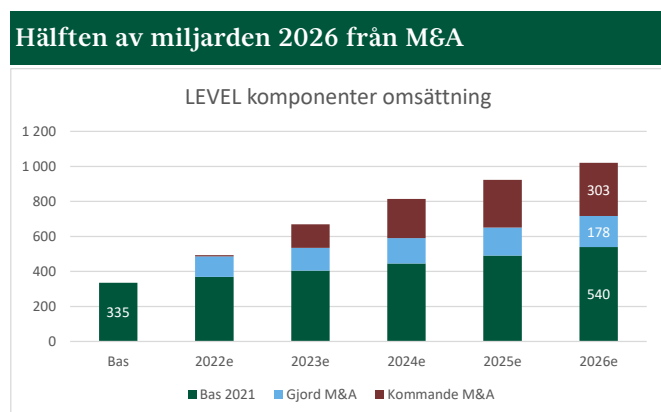
Enligt Säkerhetsföretagen ökade företags inköp av säkerhetstjänster från 12,5 mdkr 2016 till 16 mdkr 2020 motsvarande en CAGR på 6%. Som jämförelse var polisens budget ungefär hälften av detta samma år. Med den nuvarande geopolitiska situationen, har vi uppfattat det som att säkerhetsmedvetenheten har accentuerats ytterligare och att benägenheten att köpa säkerhetstjänster har ökat. Vi har vidare förstått från diverse diskussioner att dialogen med köpare har ändrats, att det finns en annan tonalitet i diskussionen och att många parter är mer proaktiva än tidigare.

Verksamheten för säkerhetsbolagen i allmänhet återhämtade sig successivt under första kvartalet och LEVEL växte 21% organiskt i Q1. Vi tror återhämtningen fortsätter resten av året och ser 14% organisk tillväxt för 2022e och i genomsnitt 10% per år 2023-2026e.

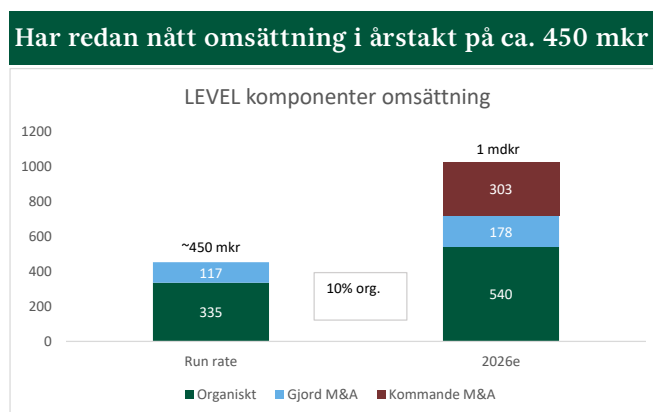
Omsättningen är redan på en årstakt på 450 mkr

Samtidigt är förvärv en central del av målsättningen att nå en miljard i omsättning - ungefär hälften av miljarden räknar vi kommer komma från förvärv. När vi initierade på bolaget i november skrev vi att vi antog att nästan tre fjärdedelar av tillväxten från ca 300 mkr till 1 mdkr skulle komma från förvärv. Vi antog att bolaget skulle behöva addera 300-400 mkr i förvärv och att förvärvsagendan skulle vara framtung.

LEVEL har sedan dess gjort två större förvärv och ligger på en omsättning i årstakt på cirka 450 mkr varav nästan 120 mkr kommer från förvärv gjorda i år. Att de ligger på en så pass hög förvärvstakt är positivt. Vi tror att bolaget ligger i fler förvärvsprocesser, och skulle inte bli förvånade om vi kommer se fler förvärv redan i år.



Bolaget, EPB



Bolaget, EPB

EBITDA-marginalen kommer stärkas med högre omsättning

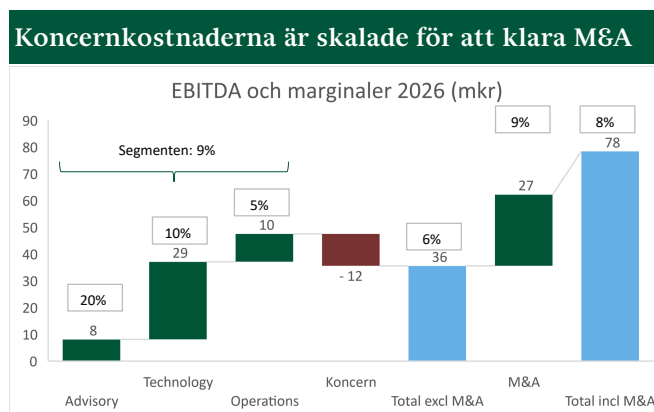
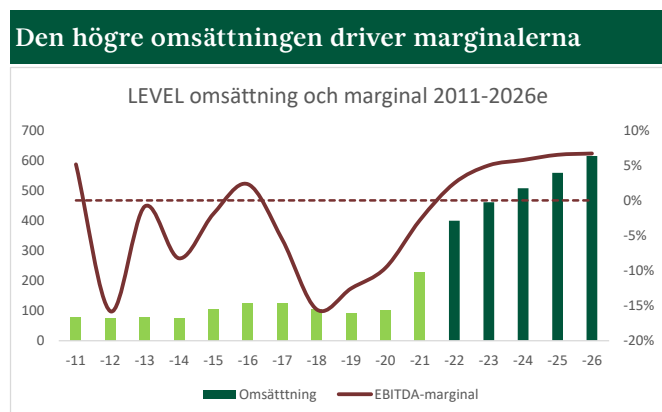
I samband med att den nya koncernen skapades i och med att Confidence International och Nordic LEVEL Group slogs ihop i maj förra året skapades en organisation som skulle kunna hantera en miljard i omsättning. Detta innebär att koncernkostnaderna som procent av omsättningen kommer att fortsätta att minska och att koncernmarginalen kommer att öka i takt med att LEVEL gör förvärv.

Vi tror att den långsiktiga marginalen för segmenten - dvs innan koncerngemensamma kostnader - ligger på 9% (vi estimerar de långsiktiga marginalerna för Advisory till 20%, Operations till 5% och Technology till 10%). Efter de koncerngemensamma kostnaderna på 1 mkr i månaden når vi en koncernmarginal på 6%. Det bör noteras att beräkningen är gjord innan förvärv, dvs på pro forma-basen 2021.

Om vi antar att marginalerna på förvärvade enheter är samma som den genomsnittliga marginalen för segmenten (det kommer naturligtvis bero på vilken mix bolaget har i förvärven) så går marginalen från 6% till 8% givet våra antaganden om nivån på förvärven.

8% är fortfarande lägre än den långsiktiga ambitionsnivån på 10%. Det som skulle kunna få marginalen att gå upp till 10% är till exempel att LEVEL skulle köpa eller starta en larmcentral. Larmcentraler har hög lönsamhet och är en skalbar affär.

Att marginalen i Q1 var negativ ser vi som naturligt, givet förvärven som gjordes under kvartalet samt de höga sjukskrivningstalen i början av perioden. Vi räknar på en återhämtning under resten av året och ser en EBITDA-marginal på ca 2,5% för 2022e och 5% för 2023e.



Bolaget, EPB

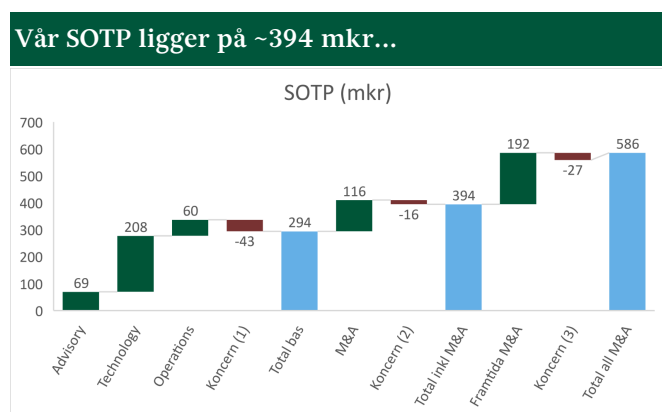
EPB

SOTP på 3,6 kr med potentiell uppsida till 5,2 kr

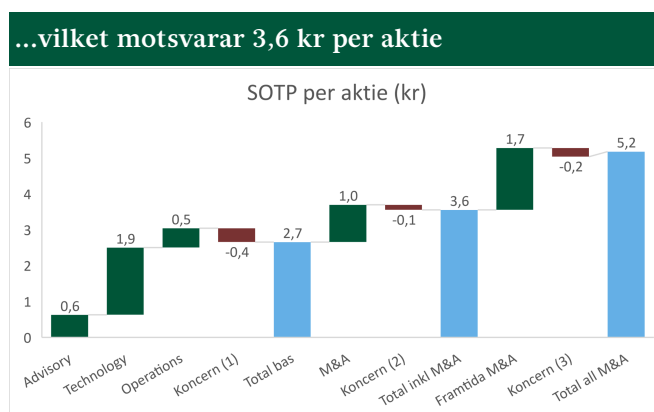
Eftersom förvärv är en central del av vårt investeringcase har vi värderat framtida förvärv även om de varken reflekteras i våra estimat eller i vårt motiverade värde.

I grunden använder vi en SOTP när vi värderar LEVEL. Detta för att lönsamheten i de olika verksamheterna skiljer sig dramatiskt. De koncerngemensamma kostnaderna är vidare uppbyggda för att hantera en miljard i omsättning och vi låter därför gjorda och kommande M&A bära sin del av de koncerngemensamma kostnaderna.

Vår DCF-analys, där vi använder en WACC på 11%, en långsiktig tillväxt på 3% och en långsiktig EBIT-marginal på 8% (motsvarar en EBITDA-marginal på 10%) ger oss ett värde på 4,2 per aktie.



EPB



EPB

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	190	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	268	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	458	Extra riskpremium	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-6	Beta	1,0	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-4,2%
Eget kapital	464	Räntekostnad (före skatt)	3,0%	Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	111	Skattesats	22%		
Eget kapital per aktie	4,2	Belåningsgrad	10%		
		WACC	11,0%		

EPB

DCF känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
	10,0%	4,4	4,6	4,9	5,3	5,7		10,0%	2,9	3,9	4,9	6,0	7,0
	10,5%	4,0	4,3	4,5	4,8	5,2		10,5%	2,7	3,6	4,5	5,5	6,4
WACC	11,0%	3,7	4,0	4,2	4,4	4,7	WACC	11,0%	2,5	3,3	4,2	5,0	5,9
	11,5%	3,5	3,7	3,9	4,1	4,4		11,5%	2,3	3,1	3,9	4,7	5,4
	12,0%	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0		12,0%	2,2	2,9	3,6	4,3	5,0

EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	103	92	100	227	397	458	504	555
Övriga rörelseintäkter	1	0	1	1	2	2	3	3
Direkta uppdragskostnader	-53	-46	-49	-86	-149	-172	-190	-209
Personalkostnader	-48	-44	-47	-124	-217	-250	-275	-303
Övriga rörelsekostnader	-18	-14	-14	-33	-23	-15	-13	-10
EBITDA (rapporterat)	-16	-12	-10	-14	10	23	29	36
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-7	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	-16	-12	-10	-6	10	23	29	36
<i>EBITDA-marginal</i>	-15,6%	-12,6%	-9,7%	-2,8%	2,5%	5,0%	5,8%	6,5%
Avskrivningar	-3	-4	-4	-7	-7	-8	-8	-9
EBIT (rapporterat)	-19	-15	-14	-21	3	15	21	27
EBIT (justerat)	-19	-15	-14	-14	3	15	21	27
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-3	-2	-3	-2	-2
Resultat före skatt	-20	-17	-16	-23	0	12	19	26
Skatter	-3	0	0	0	0	-3	-4	-6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-23	-17	-16	-24	0	10	14	20
Nettoresultat (justerat)	-23	-17	-16	-15	0	10	14	20

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	32	32	33	121	187	187	187	187
Övriga immateriella tillgångar	2	2	0	48	48	48	48	48
Materiella anläggningstillgångar	5	4	0	1	1	1	1	1
Nyttjanderättstillgångar	33	32	8	14	14	14	14	14
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	75	73	41	184	250	250	250	250
Varulager	0	0	1	4	7	8	9	10
Kundfordringar	27	39	17	34	36	41	45	50
Övriga omsättningstillgångar	12	10	13	35	25	29	31	34
Likvida medel	29	25	6	33	33	33	33	33
Summa omsättningstillgångar	69	74	38	106	101	111	119	127
SUMMA TILLGÅNGAR	144	148	79	290	351	361	369	377
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	28	31	5	140	193	203	217	237
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	28	31	5	140	193	203	217	237
Långfristiga finansiella skulder	0	0	7	0	0	0	0	0
Leasingskulder	27	25	5	8	8	8	8	8
Uppskjutna skatteskulder	1	0	0	4	4	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	36	28	12	13	13	13	13	13
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	26	45	56	44	27	5
Leasingskulder	5	6	3	6	6	6	6	6
Leverantörsskulder	11	8	17	22	24	27	30	33
Skatteskulder	1	1	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	63	74	16	65	60	69	76	83
Summa kortfristiga skulder	80	88	62	138	145	146	139	128
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	144	148	79	290	351	361	369	377

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoresultat (rapporterat)	-23	-17	-16	-16	0	10	14	20
Icke kassaflödespåverkande poster	5	13	4	4	7	8	8	9
Förändringar i rörelsekapital	6	3	9	-42	2	3	2	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-2	-3	-55	10	20	25	31
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-3	0	0	-3	-3	-3	-3
Fritt kassaflöde	-16	-5	-3	-54	7	17	21	28
Förvärv och avyttringar	-27	-2	0	20	-20	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	59	7	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	6	-13	-2	2	7	-17	-21	-28
Kassaflöde	-18	-4	-5	27	0	0	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	3	6	35	27	37	25	9	-14

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Organisk tillväxt	0%	0%	0%	19%	14%	9%	10%	10%
Omsättningstillväxt	-17%	-11%	9%	127%	75%	15%	10%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	134%	27%	24%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	2404%	49%	38%
EBITDA-marginal (justerad)	-15,5%	-12,5%	-9,6%	-2,8%	2,5%	5,0%	5,8%	6,5%
EBIT-marginal (justerad)	-18,1%	-16,6%	-13,8%	-5,9%	0,7%	3,3%	4,1%	4,9%
Skattesats	-16%	0%	0%	-2%	22%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	-78%	-58%	-87%	-20%	0%	5%	7%	9%
ROCE, justerad	-35%	-19%	-18%	-5%	4%	9%	11%	14%
ROIC	n.m	-34%	-25%	-5%	4%	8%	10%	13%
Investeringar / omsättning	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Rörelsekapital / omsättning	0%	0%	-2%	-6%	-4%	-4%	-4%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,6x	1,3x	0,8x	1,1x	1,3x	1,4x	1,5x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	3	6	35	27	37	25	9	-14
Soliditet	19%	21%	7%	48%	55%	56%	59%	63%
Nettoskuldsättningsgrad	9%	19%	685%	19%	19%	12%	4%	-6%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	n.m	n.m	n.m	3,8x	1,1x	0,3x	-0,4x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS, rapporterad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,51	0,00	0,09	0,13	0,18
EPS, justerad	-0,14	-0,35	-1,02	-0,23	0,00	0,09	0,13	0,18
FCF per aktie	-0,06	-0,32	-0,20	-0,78	0,06	0,15	0,19	0,25
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,2	0,6	0,3	3,0	1,7	1,8	2,0	2,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	162,9	49,4	15,5	65,2	110,9	110,9	110,9	110,9

Bolaget, EPB

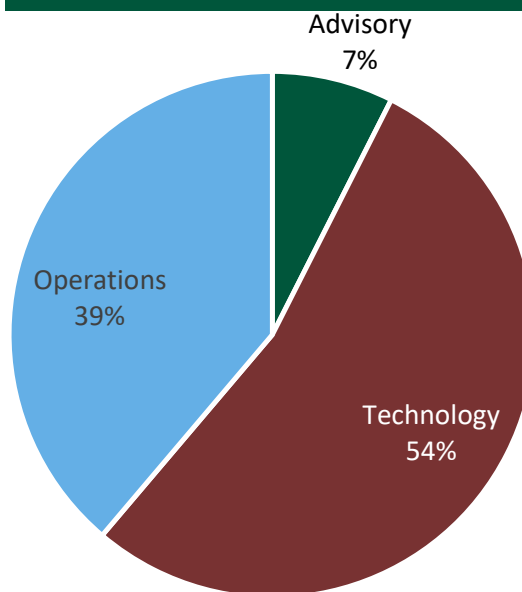
Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Taylor Hill	26,0%
M2-bolagen	10,7%
Swedbank Försäkring	8,0%
Alexander Hultgren	7,4%
Thomas Lundin	4,3%

Ordförande	Gerth Svensson
Verkställande direktör	Thomas Lundin
Finansdirektör	Ann-Sofie Björklund
Investerarkontakt	Jesper Arkinge
Hemsida	https://nordiclevelgroup.com

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per division pro forma 2021



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