



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Säkerhet | Sverige | 15 Juni 2022

Tempest Security

Vi räknar med acceleration under H2

Säkerhetsmedvetenheten har ökat

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.

Nyckeln framöver är USA - förvärvet av DSS kritiskt

Tempest etablerade Särskilda Tjänster i USA i maj 2021. Förvärvet av Dynamic Security Solutions (DSS) är viktigt för att nå kritisk massa och snabba på tillväxten i regionen. Vi estimerar en omsättning på 250 mkr med 17% EBITDA-marginal 2025e vilket är betydande givet Tempests nuvarande storlek. Om satsningen faller väl ut har bolaget goda förutsättningar att nå 1 mdkr i omsättning innan 2025.

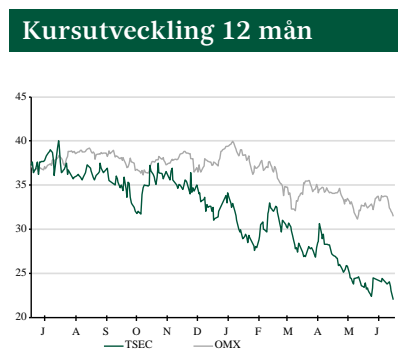
Tapp i momentum tynger estimat, men högre motiverat värde på högre marginaler i USA

Starten i USA har gått långsammare än vi hade trott vilket tynger våra estimat 2022-23. Detta kompenseras i 2024 då vi räknar med accelererande momentum framöver. Motiverat värde går till 81-83 kr (79-81 kr). Nyckeln för aktiekursutvecklingen framöver kommer vara förvärv samt tecken på att utvecklingen i USA accelererar.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	81.0 - 83.0	
EPS, justerad 22e	1.3	2.2	-38.0%	Omsättning, mkr	340	453	550	648	Aktiekurs	SEK22.5
EPS, justerad 23e	2.8	2.8	0.0%	Tillväxt	13%	33%	21%	18%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	4	3.4	17.7%	EBITDA, mkr	(3.3)	35	58	78		
				EBIT, mkr	(13)	21	42	60		
				EPS, justerad	(0.5)	1.3	2.8	4.0		
				EPS tillväxt	(186)%	(1,847)%	107%	44%		
				EK/aktie	5.0	7.8	11.3	16.2		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(3.7)%	4.6%	7.6%	9.2%		
				ROE (%)	(15.2)%	23.4%	32.5%	32.5%		
				ROCE	(3.2)%	21.1%	31.8%	34.2%		
				EV/Sales	0.7x	0.5x	0.4x	0.4x		
				EV/EBITDA	(73.7)x	7.0x	4.2x	3.1x		
				EV/EBIT	(19.1)x	11.6x	5.8x	4.1x		
				P/E, justerad	(45.7)x	16.8x	8.1x	5.6x		
				P/EK	4.5x	2.9x	2.0x	1.4x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.5%	11.3%	17.9%	23.8%		
				Nettosk./EBITDA	(2.7)g	0.1g	(0.6)g	(1.2)g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-24

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	10m
Börsvärde	230
Nettoskuld	13
EV	243
Daglig handelsvolym, snitt	2(k)
Reuters/Bloomberg	TSEC.ST/TSEC SS



Analytiker
markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Vi räknar med acceleration under H2

Investment Case

En snabb omvandling av arbetsliv och samhälle i kombination med en stadig ökning av antalet anmälda brott i Sverige gör att rättsvårdande myndigheter inte förmår ge den trygghet och säkerhet som förväntas. Som en kompletterande och överlappande aktör blir därför säkerhetsbranschen en allt viktigare spelare. Säkerhetsbranschen som helhet beräknas växa med 7% per år i genomsnitt. Rådgivning växer snabbast medan Bevakning (inklusive Parkering) växer långsammast.

Tempest Security har som målsättning att växa till en miljard i omsättning med 10% EBITDA-marginal 2025 vilket innebär mer än en tredubbling från 300 mkr 2020. Tillväxten ska komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv – vi räknar med 400-450 mkr i förvärvad tillväxt de kommande fem åren. Sedan målet sattes har Tempest etablerat verksamhet inom Särskilda Tjänster i USA och vi ser denna etablering som potentiellt transformativ för bolaget med en estimerad omsättning på 250 mkr om fem år och en EBITDA-marginal på runt 15%.

Enligt våra beräkningar reflekterar aktien varken förvärven fullt ut eller USA-etableringen. Även utan förvärv och innan vi adderat USA-etableringen räknar vi med en fördubbling av omsättningen men räknar med en marginal under 10% eftersom de koncerngemensamma kostnaderna tynger. Vi ser ett värde på 31 kr per aktie för den ursprungliga verksamheten med redan gjord M&A på ytterligare 12 kr. Vi värderar vidare Särskilda Tjänsters USA-verksamhet till 21 kr och ser därtill cirka 18 kr i potential från kommande förvärv. Nyheter från USA-satsningen och ytterligare förvärv är med andra ord kritiska för aktiens utveckling.

Bolagsprofil

Tempest Security är en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar. Bolaget har fyra verksamhetsområden: Bevakning som erbjuder traditionella bevakningstjänster, Särskilda Tjänster som erbjuder tjänster som personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet, Teknik som erbjuder projektering och service av kameraövervakningssystem, larm- och passagesystem samt Övervakning som är Tempests larmcentral. Bolaget hade 300 mkr i omsättning 2020.

Värdering

En signifikant del av målet om en miljard i omsättning 2025 ska uppnås via förvärv (vi räknar med förvärv på 300-400 mkr) och förvärv måste därför tas i beaktande när vi värderar Tempest. Vidare har bolaget etablerat Särskilda Tjänster i USA sedan målsättningarna sattes. Vi tror att etableringen kan vara transformativ och vår värdering måste även ta in detta. Vi använder därför SOTP som vår huvudvärderingsmetod. Då målen är satta på EBITDA använder vi EV/EBITDA på 2025e och nuvärdesberäknar värdena. Vi använder EV/EBITDA 8x för Bevakning, 9-10x för Särskilda Tjänster och 10x för de koncerngemensamma kostnaderna.

Motiverat värde

81-83 kr

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.

Tempest såg ökade beställningar hos högsäkerhetskunder såsom stat och offentliga organisationer och omsättningen växte med 10% organiskt i Q1. USA, där man etablerade verksamhet inom Särskilda Tjänster förra året, såg däremot fortsatta fördröjningar i många upphandlingar. Efter förvärvet av Dynamic Security Solutions (DSS), som stängde i april 2022, har man beslutat att avsluta samarbetet med en lokal partner och att fortsätta satsningen på den amerikanska marknaden via DSS. Vi räknar med att USA tar bättre fart under H2 2022 och estimerar 17% organisk tillväxt för 2022e. Drivet av USA-satsningen ser vi organisk tillväxt på i genomsnitt 20% 2022-2025e där verksamheten exklusive USA växer med 10% organiskt per år.

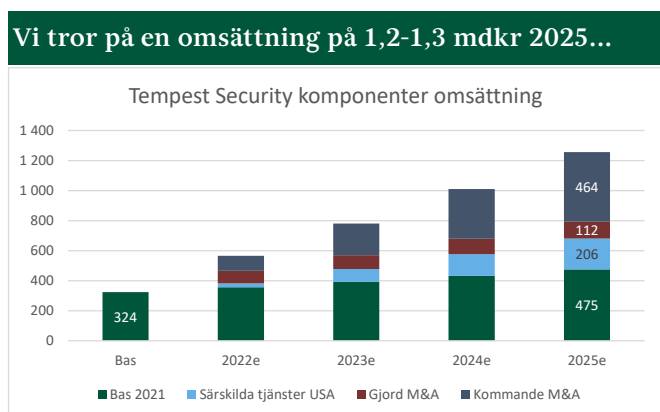
Ser en omsättning på 1,2-1,3 mdkr 2025e inklusive förvärv

Innan etableringen av särskilda Tjänster i USA under 2021 satte Tempest ett mål att växa omsättningen till 1 mdkr med 10% rörelsemarginal till 2025e. För att åstadkomma detta tror vi att bolaget behöver addera ca 400 mkr i omsättning från M&A.

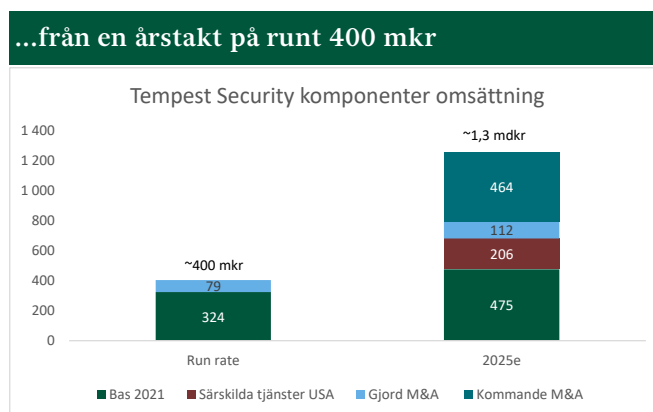
Etableringen av Särskilda Tjänster (RS, Risk Solutions) i USA ändrade spelplanen för Tempest och kommer enligt oss att driva den organiska tillväxten för koncernen. Vi är och har varit mycket optimistiska till USA-satsningen även om den hittills inte har tagit fart i den takt vi hade hoppats.

Vi har antagit att RS i USA kommer att nå en omsättning på ca 250 mkr 2025e. I februari 2022 annonserades att man skulle förvärva DSS och att DSS kommer användas som plattform för att driva tillväxten i USA. Utöver DSS har M&A adderat nästan 50 mkr i omsättning i årstakt och Tempest ligger för närvarande på en årstakt på 400 mkr i omsättning. Vi tror att vi kommer se en acceleration av omsättningstillväxten under andra halvan av 2022 och skulle inte bli förvånad om vi skulle se förvärv i närtid.

Inklusive kommande förvärv tror vi att Tempest kommer nå en omsättning på 1 mdkr 2025e exklusive USA-satsningen och att de inklusive USA kommer kunna nå en omsättning på 1,2-1,3 mdkr 2025e. Det innebär också att om USA-etableringen lyckas kommer man kunna nå en miljard i omsättning innan 2025e.



Bolaget, EPB



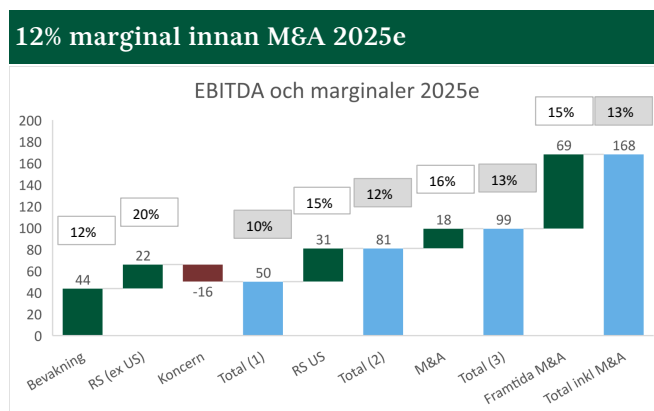
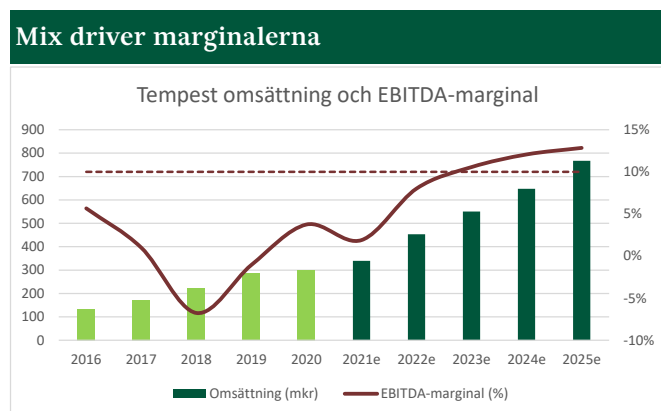
Bolaget, EPB

Mix kommer driva marginalen

Från och med 2022 ingår larmcentralen i Bevakning vilket hjälper marginalen för divisionen då larmcentralen har bättre marginaler än traditionell bevakning. Samtidigt bär divisionerna nu mer av de koncerngemensamma kostnaderna och vi fortsätter att anta att den långsiktiga marginalen för Bevakning ligger på runt 12%.

Särskilda Tjänster har högre marginaler - vi antar 20% utanför USA och 15% i USA vilket ger ett långsiktigt genomsnitt på 17% för Särskilda Tjänster och 14% för segmenten före koncerngemensamma kostnader. Med gemensamma kostnader på 16 mkr per år får vi en koncernmarginal före förvärv på 12% 2025e.

Om vi antar att kommande förvärv kommer att ha samma snitt som de nuvarande verksamheterna kommer även dessa driva marginalerna - enligt våra beräkningar skulle vi se 13% marginal 2025e inklusive M&A. USA-etableringen av Särskilda Tjänster driver ner Bevaknings andel av koncernen och är en viktig marginaldrivare för koncernen.



Bolaget, EPB

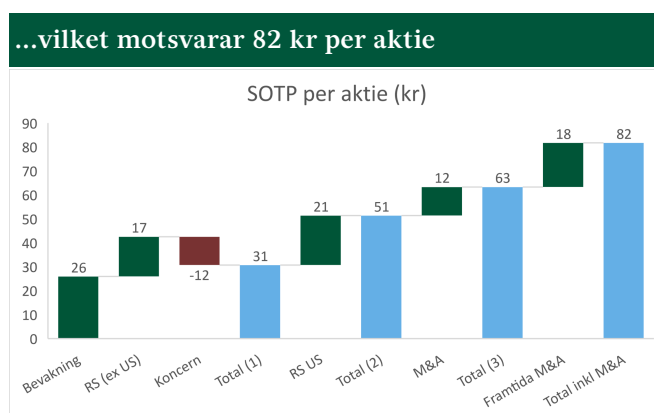
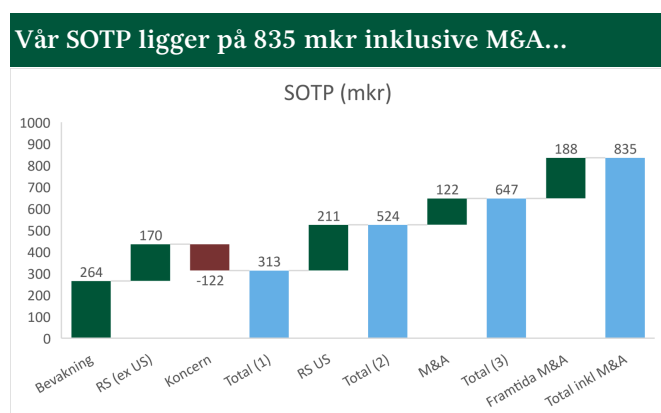
EPB

SOTP på 82 kr

Normalt sett tar vi inte hänsyn till framtida förvärv i estimat eller värdering. I detta fall är dock förvärv en såpass central del av investeringscasen att vi måste ta hänsyn till dem. Utöver det komplicerar USA-etableringen bilden och vi har därför valt att bryta ut de olika komponenterna och värdera dem separat.

Vi värderar verksamheterna till 8-10x EBITDA och når ett värde på verksamheten exklusive Särskilda Tjänster i USA på 31 kr per aktie med redan gjord M&A på ytterligare 12 kr per aktie. Utöver detta ser vi ett värde på USA-satsningen på 21 kr medan framtida M&A kan addera ytterligare cirka 18 kr i värde. Total ger detta 63 kr i värde exklusive kommande M&A och 82 kr inklusive.

Vår DCF-analys, där vi använder en WACC på 11%, en långsiktig tillväxt på 3% och en EBIT-marginal på 8% (motsvarar en EBITDA-marginal på 10%) ger oss ett värde på 92 kr per aktie.



EPB

EPB

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	493	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	417	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	910	Extra riskpremium	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	13	Beta	1,0	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-5,3%
Eget kapital	897	Räntekostnad (före skatt)	3,0%	Skattesats	24%
Antal utstående aktier, full utspädning	10	Skattesats	24%		
Eget kapital per aktie	91,7	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%
WACC	10,0%	95	100	106	112	120	WACC	10,0%	70	88	106	124	142
	10,5%	89	94	98	104	110		10,5%	66	82	98	115	131
	11,0%	84	88	92	96	102		11,0%	62	77	92	107	121
	11,5%	79	82	86	90	95		11,5%	59	72	86	99	113
	12,0%	75	78	81	84	88		12,0%	56	68	81	93	106

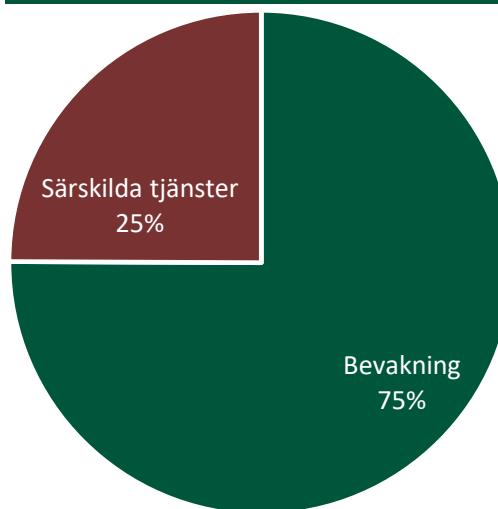
EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Andrew Spry	21,4%
Athanesse Industrial Partners	20,8%
Thomas Löfving	18,5%
Swedbank Robur	9,0%
Thomas Cavas	4,4%
Ordförande	Andrew Spry
Verkställande direktör	Helena Skarle
Finansdirektör	Lotta Iverstrand
Investerarkontakt	Carl Höglund
Hemsida	www.tempestgroup.se

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per division (2021)



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	222	286	300	340	453	550	648
Övriga rörelseintäkter	0	0	7	3	4	4	5
Handelsvaror	-19	-34	-29	-39	-52	-63	-74
Övriga externa kostnader	-31	-26	-28	-40	-53	-64	-76
Personalkostnader	-189	-230	-238	-267	-317	-369	-425
EBITDA (rapporterat)	-16	-3	13	-3	35	58	78
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-10	0	0	0
EBITDA (justerat)	-16	-3	13	7	35	58	78
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,1%</i>
Avskrivningar	-9	-9	-9	-9	-14	-16	-18
EBIT (rapporterat)	-25	-12	4	-3	21	42	60
EBIT (justerat)	-25	-12	4	7	21	42	60
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-26	-13	3	-4	20	41	59
Skatter	0	1	-1	0	-4	-9	-13
Minoritetsintressen	0	0	0	2	-2	-3	-5
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	-3	14	28	41
Nettoresultat (justerat)	-26	-13	1	-5	14	28	41

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	32	32	32	69	98	98	98
Övriga immateriella tillgångar	2	2	3	2	2	2	2
Materiella anläggningstillgångar	5	4	4	5	5	5	5
Nyttjanderättstillgångar	33	32	28	33	33	33	33
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	6	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	75	73	72	113	142	142	142
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	27	39	30	49	65	79	93
Övriga omsättningstillgångar	12	10	14	8	10	12	13
Likvida medel	29	25	29	27	33	73	129
Summa omsättningstillgångar	69	74	73	83	108	164	235
SUMMA TILLGÅNGAR	144	148	145	197	249	306	377
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	28	31	32	53	80	112	157
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	0	4	9
Summa eget kapital	28	31	32	51	80	115	166
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	27	25	26	27	27	27	27
Uppskjutna skatteskulder	1	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	36	28	26	30	30	30	30
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	5	6	7	9	9	9	9
Leverantörsskulder	11	8	7	12	16	19	23
Skatteskulder	1	1	0	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	63	74	73	93	113	130	148
Summa kortfristiga skulder	80	88	87	115	139	160	181
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	144	148	145	197	249	306	377

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	-3	14	28	41
Icke kassaflödespåverkande poster	7	8	7	2	17	23	28
Förändringar i rörelsekapital	6	3	7	5	6	5	5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-2	15	4	37	56	74
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-3	-2	-2	-5	-6	-7
Fritt kassaflöde	-16	-5	13	2	32	51	67
Förvärv och avyttringar	-27	-2	-3	-31	-28	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	33	12	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	6	-13	-5	-6	-9	-10	-12
Kassaflöde	-18	-4	4	-2	6	40	56
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	3	6	4	9	3	-38	-94

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	8%	28%	5%	9%	17%	20%	18%
Omsättningstillväxt	29%	29%	5%	13%	33%	21%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	464%	60%	34%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	107%	44%
EBITDA-marginal (justerad)	-7,3%	-1,1%	3,7%	1,9%	8,0%	10,6%	12,1%
EBIT-marginal (justerad)	-11,4%	-4,0%	1,3%	-0,8%	4,6%	7,6%	9,2%
Skattesats	1%	4%	51%	-2%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-86%	-43%	4%	-15%	23%	33%	32%
ROCE, justerad	-55%	-19%	7%	-3%	21%	32%	34%
ROIC	n.m	-33%	5%	-9%	23%	41%	62%
Investeringar / omsättning	2%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rörelsekapital / omsättning	-7%	-4%	-7%	-5%	-5%	-5%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,9x	2,1x	1,7x	1,8x	1,8x	1,7x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	3	6	4	9	3	-38	-94
Soliditet	19%	21%	22%	26%	32%	38%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	9%	19%	12%	17%	3%	-33%	-56%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	n.m	0,3x	1,4x	0,1x	-0,6x	-1,2x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-2,88	-1,43	0,14	-1,29	1,34	2,77	3,98
EPS, justerad	-2,88	-1,43	0,14	-0,49	1,34	2,77	3,98
FCF per aktie	-1,79	-0,55	1,43	0,17	3,14	4,98	6,60
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,1	3,5	3,6	5,3	7,8	11,3	16,2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	8,9	8,9	8,9	9,8	10,2	10,2	10,2

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