



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sverige | 14 Juli 2022

## BE Group

### Fortsatt urstarka marginaler

#### Stark resultatutveckling i Q2'22

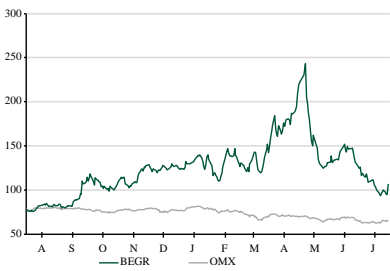
BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 291 mkr i Q2'22, upp från 133 mkr i Q2'21 och att jämföra med 180 mkr i Q1'22. Jämfört med Q1'22 så steg pris/mix med 16%, medan volymerna var 10% lägre. Bruttomarginalen var fortsatt hög på 21,3% jämfört med 17,5% i Q1'22. BE Group har lyckats väl med att realisera bra priser; tillväxten i priset per ton ökade sekventiellt efter 2 kvartal med lägre tillväxt.

#### Fortsatt starka resultat att vänta i närtid

BE Group räknar totalt sett med lägre stålpriser i Q3'22, dock är priserna högre än vid senaste årsskifte, vilket gör att halvårsavtalen kommer att bli uppjusterade. Den negativa påverkan bör därmed bli begränsad. Vi räknar med viss avmattning mot slutet av året, med följande marginalpress, men att BE Group likväl levererar ett rekordresultat 2022, vilket ger en högre bas även in i kommande år.

#### Höjda prognoser, med attraktiv värdering

Givet den starka marginalen höjer vi våra EBIT-prognoser för -22e och -23e med 30% och 11%. Vi sänker vårt motiverade värde till 175 -180 kr per aktie (200 - 210) på grund av en mer konservativ värderingsmodell, som bygger på targetmultipeln 0,40x EV/Sales baserat på vår prognos för -22e. På våra prognoser handlas aktien på låga en-siffriga vinstmultiplar och till en direktavkastning på väl över 10%.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	175.0 - 180.0
EPS, justerad 22e	49.7	38	30.7%	Omsättning, mkr	5,388	7,133	6,608	6,492	Aktiekurs	SEK98.0
EPS, justerad 23e	32.4	29	11.7%	Tillväxt	47%	32%	(7)%	(2)%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	20.3	30.4	-33.3%	EBITDA, mkr	739	950	666	469	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 2022 19 oktober</div>				EBIT, mkr	621	831	547	350		
				EPS, justerad	38.1	49.7	32.4	20.3		
				EPS tillväxt	12,275%	30%	(35)%	(37)%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier 13m</div> <div>Börsvärde 1,272</div> <div>Nettoskuld 784</div> <div>EV 2,056</div> <div>Free float 50%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt 44(k)</div> <div>Reuters/Bloomberg BEGR.ST/BEGR SS</div>				EK/aktie	108.8	146.5	166.9	175.1		
				Utdelning/aktie	12.0	12.0	12.0	12.0		
				EBIT-marginal	11.5%	11.6%	8.3%	5.4%		
				ROE (%)	35.0%	33.9%	19.4%	11.6%		
				ROCE	29.1%	30.2%	18.4%	11.4%	<div>Analytiker</div> <div>orjan.roden@penser.se</div>	
				EV/Sales	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x		
				EV/EBITDA	2.8x	2.2x	3.1x	4.4x		
				EV/EBIT	3.3x	2.5x	3.8x	5.9x		
				P/E, justerad	2.6x	2.0x	3.0x	4.8x		
				Direktavkastning	9.1%	12.5%	12.5%	12.5%		
				FCF yield	0.3%	37.0%	47.9%	30.2%		
				Nettosk./EBITDA	1.0g	0.6g	0.1g	(0.4)g		



# Sammanfattning

---

## Fortsatt urstarka marginaler

### Investment Case

---

BE Group har levererat en mycket stark resultatutveckling i spåren av stigande stålpriser och en stark efterfrågan. Bolaget rider på en stark cykel samtidigt som de satt sig i en gynnsam situation att kapitalisera på detta genom det effektiviseringsarbete bolaget genomfört de senaste åren, vilket vi tror kan leda till en högre värdering av bolaget även på sikt jämfört med historiken samt kan ge fortsatt momentum till aktien på kort sikt.

### Bolagsprofil

---

BE Group är ett handels- och servicebolag på den nordiska stålåterförsäljarmarknaden. Bolaget tillhandahåller handelsstål, specialstål, rostfritt stål och aluminium. Kunderna återfinns primärt inom tillverknings- och byggindustrin. Exempel på kunder inom respektive område är byggsmedesföretag, regionala byggföretag, byggmaterialhandeln, legotillverkare, stålåterförsäljare, OEM-kunder.

### Värdering

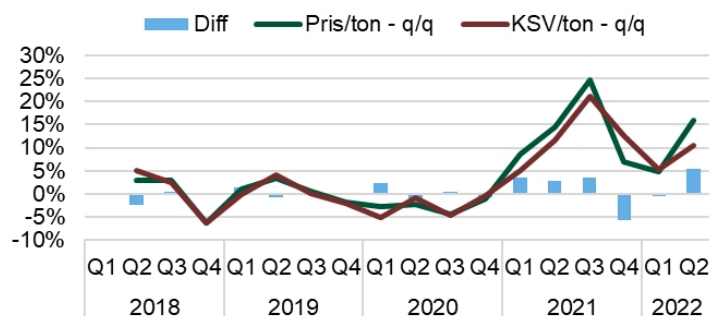
---

Med ett väl hanterat 2020 som bas, och med en rekordstark utveckling 2021, som fortsätter in i 2022, tror vi att bolaget har förutsättningar att utvecklas väl även framöver. Motiverat värde uppgår till 175 - 180 kr per aktie (200 - 210), vilket motsvarar EV/Sales 0,40x avseende våra prognoser för 2022e.

## Återhämtning efter en sekventiell avmattning

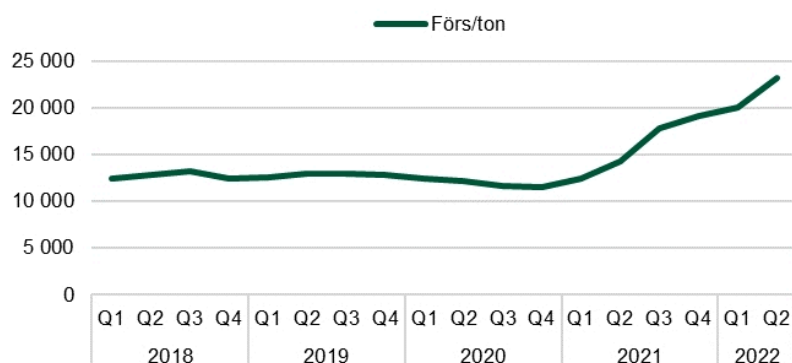
Efter en sekventiell avmattning under de senaste kvartalen vände tillväxten i försäljning /ton upp under Q2'22 och översteg även KSV/ton. I absoluta termer nådde försäljningen/ton nya rekordnivåer. Bruttomarginalen på 21,3% var nära tidigare rekord på 21,9%.

### BE Group - Pris/ton & KSV/ton



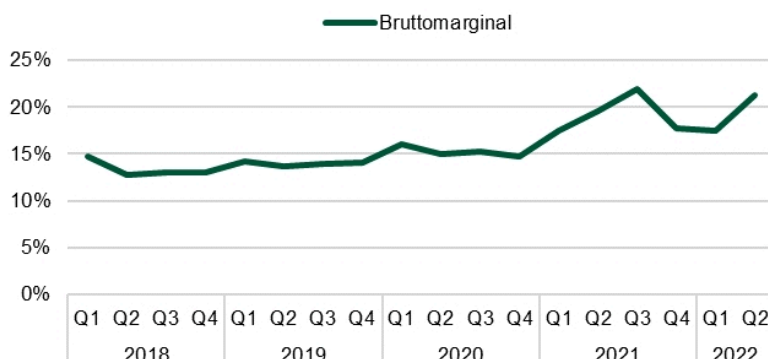
Källa: BE Group, Erik Penser Bank

### Försäljning/ton



Källa: BE Group, Erik Penser Bank

### Bruttomarginal

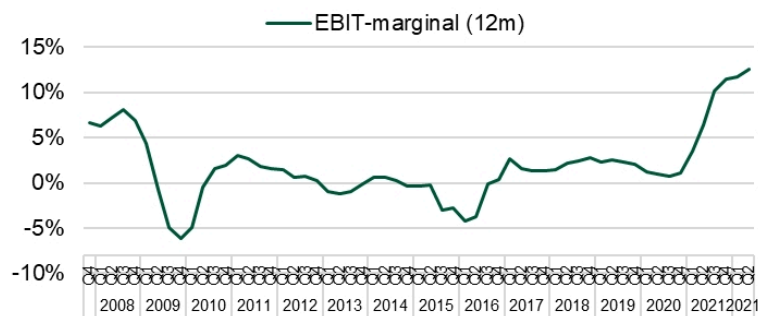


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

## Rörelsemarginalen på en ny toppnivå

På rullande 12-månaders basis var rörelsemarginalen på 12,6% i Q2'22, väl över 11,5% för helåret 2021. Detta är en ny toppnivå som bekräftar att de åtgärder BE Group genomfört de senaste åren nu bär frukt, vilket inte minst påvisas av det faktum att volymerna har minskat med 10% i kvartalet. Vi tror även att detta kommer att visa sig i lägre dalar framöver, utöver de nu uppvisade topparna. Detta borgar för en högre värdering.

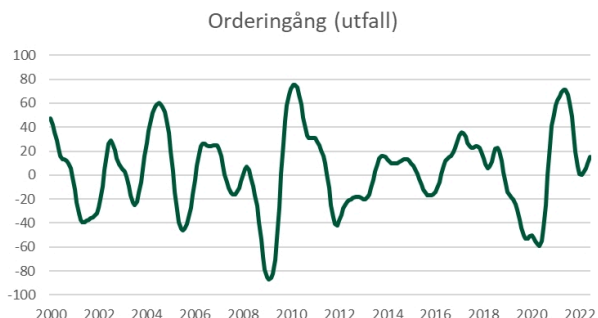
### Rörelsemarginal - rullande 12 månader



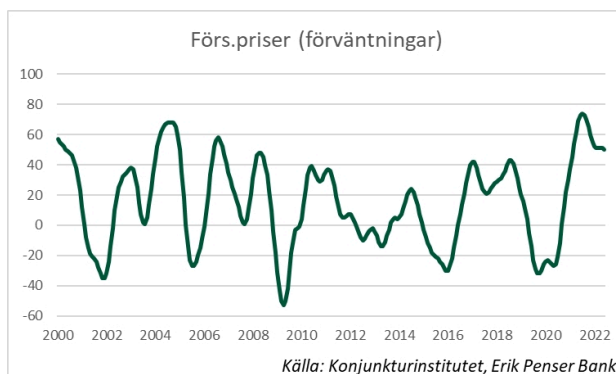
Källa: BE Group, Erik Penser Bank

## Orderingång i industrin har bottnat

Enligt den senaste KI-barometern för Stål- och metallindustri har orderingången nu vänt upp efter en bottennotering i februari, samtidigt som prisförväntningarna börjar plana ut på fortsatt höga nivåer. Detta indikerar att den negativa lagercykel inom stålbranschen som har varat under våren i Sverige nu sannolikt lider mot sitt slut. Allt annat lika indikerar detta en förbättrad makromiljö för stål i närtid.



Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank



Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

## Höjda prognoser ger en attraktiv värdering

Samtidigt som BE Group har fortsatt att utvecklas väl såväl operationellt som resultatmässigt har aktiekursen gått från en toppnotering från strax under 250 kr till dagens nivå på under 100 kr. Aktien handlas därmed på låga ensiffriga multiplar.

Givet den starka marginalen höjer vi våra EBIT-prognoser för -22e och -23e med 30% och 11%. Vi sänker vårt motiverade värde till 175 -180 kr per aktie (200 - 210) på grund av en mer konservativ värderingsmodell, som bygger på targetmultipeln 0,40x EV/Sales baserat på vår prognos för -22e. På våra prognoser handlas aktien på låga ensiffriga vinstmultiplar och en direktavkastning på väl över 10%.

### Känslighetsanalys EV/S & Försäljning

		Försäljning				
		6 133	6 633	7 133	7 633	8 133
EV/S	0,30	100	111	123	135	146
	0,35	123	137	150	164	177
	0,40	147	162	178	193	209
	0,45	171	188	205	223	240
	0,50	194	214	233	252	271

Källa: EPB

### DCF inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 610		
PV of terminal value (perpetuity formula)	535		
Enterprise value	3 145		
Latest net debt	784		
Minority interests & other	0		
<b>Equity value</b>	<b>2 361</b>		
No. of shares outstanding (millions)	13		
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>182</b>		

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,3	4,7	6,7
EV/EBIT	3,8	5,7	9,0
EV/NOPLAT	4,8	7,2	11,3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		98,00	

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	4,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	4,0%
Working cap. (% of sales)	15,8%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,0%	196	198	202	206	210
	9,5%	186	189	191	194	198
	10,0%	178	180	182	184	187
	10,5%	170	172	174	175	177
	11,0%	164	165	166	168	169

		Long-term EBIT margin				
		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
WACC	9,0%	134	168	202	236	270
	9,5%	130	161	191	222	252
	10,0%	127	154	182	209	237
	10,5%	124	149	174	198	223
	11,0%	121	143	166	189	211

Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 672,0	5 388,0	7 133,5	6 608,5	6 492,0
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 124,0	-4 286,0	-5 762,4	-5 489,3	-5 542,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>669,0</b>	<b>605,0</b>	<b>548,0</b>	<b>1 102,0</b>	<b>1 371,1</b>	<b>1 119,2</b>	<b>949,7</b>
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-371,0	-418,0	-455,0	-465,0	-475,0
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-110,0	-110,0	-125,0	-135,0	-145,0
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-35,0	-18,0	-25,0	-25,0	-25,0
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	7,0	65,0	64,7	52,8	44,8
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-115,0	-118,0	-119,0	-119,0	-119,0
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>170,0</b>	<b>201,0</b>	<b>154,0</b>	<b>739,0</b>	<b>949,8</b>	<b>666,0</b>	<b>468,5</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>132,0</b>	<b>88,0</b>	<b>39,0</b>	<b>621,0</b>	<b>830,8</b>	<b>547,0</b>	<b>349,5</b>
Finansnetto	-16,0	-16,0	-28,0	-17,0	-18,8	-17,9	-17,7
<b>Resultat före skatt</b>	<b>116,0</b>	<b>72,0</b>	<b>11,0</b>	<b>604,0</b>	<b>812,0</b>	<b>529,1</b>	<b>331,8</b>
Skatt	-36,0	-22,0	-7,0	-109,0	-167,3	-109,0	-68,4
<b>Periodens resultat</b>	<b>80,0</b>	<b>50,0</b>	<b>4,0</b>	<b>495,0</b>	<b>644,7</b>	<b>420,1</b>	<b>263,5</b>

Källa: Bolaget, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	132,0	88,0	39,0	621,0	830,8	547,0	349,5
Justeringar	29,0	83,0	113,0	13,0	100,2	101,1	101,3
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	-10,0	-67,0	-167,3	-109,0	-68,4
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>145,0</b>	<b>169,0</b>	<b>142,0</b>	<b>567,0</b>	<b>763,7</b>	<b>539,1</b>	<b>382,5</b>
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	199,0	-535,0	-277,0	83,3	18,5
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>86,0</b>	<b>200,0</b>	<b>341,0</b>	<b>32,0</b>	<b>486,8</b>	<b>622,4</b>	<b>401,0</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0	0,0	-1,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0	0,0	1,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0	0,0	0,0			
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-32,0</b>	<b>-38,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,0</b>
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0	-121,0	-155,8	-155,8	-155,8
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>-10,0</b>	<b>-104,0</b>	<b>-318,0</b>	<b>-121,0</b>	<b>-155,8</b>	<b>-155,8</b>	<b>-155,8</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>44,0</b>	<b>58,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-114,0</b>	<b>306,0</b>	<b>441,6</b>	<b>220,2</b>
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	166,0	54,0	360,0	801,6
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0	-4,0	2,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	166,0	54,0	360,0	801,6	1 021,8

Källa: Bolaget, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Tillgångar</b>							
Goodwill	563,0	566,0	557,0	561,0	561,0	561,0	561,0
Övriga immateriella anläggningstillgångar	6,0	7,0	5,0	9,0	6,0	3,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	111,0	89,0	89,0	90,0	92,0	94,0	96,0
Nyttjanderättstillgångar	0,0	540,0	541,0	479,0	513,6	382,2	280,7
Andelar i joint venture	113,0	110,0	117,0	182,0	182,0	182,0	182,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skattefordran	33,0	21,0	24,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>826,0</b>	<b>1 333,0</b>	<b>1 333,0</b>	<b>1 326,0</b>	<b>1 359,6</b>	<b>1 227,2</b>	<b>1 124,7</b>
Varulager	651,0	642,0	501,0	1 033,0	1 367,7	1 267,0	1 244,7
Kundfordringar	470,0	387,0	376,0	653,0	864,5	800,9	786,8
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	42,0	39,0	51,6	47,8	47,0
Likvida medel	108,0	168,0	166,0	54,0	360,0	801,6	1 021,8
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 292,0</b>	<b>1 254,0</b>	<b>1 085,0</b>	<b>1 779,0</b>	<b>2 643,8</b>	<b>2 917,3</b>	<b>3 100,2</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 118,0</b>	<b>2 587,0</b>	<b>2 418,0</b>	<b>3 105,0</b>	<b>4 003,4</b>	<b>4 144,6</b>	<b>4 225,0</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>							
Eget kapital	892,0	922,0	905,0	1 413,0	1 901,9	2 166,3	2 274,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>892,0</b>	<b>922,0</b>	<b>905,0</b>	<b>1 413,0</b>	<b>1 901,9</b>	<b>2 166,3</b>	<b>2 274,0</b>
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	321,0	287,0	287,0	287,0	287,0
Långfristiga leasingskulder	0,0	449,0	457,0	394,0	521,6	483,2	474,7
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatteskuld	44,0	44,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>587,0</b>	<b>1 029,0</b>	<b>820,0</b>	<b>723,0</b>	<b>850,6</b>	<b>812,2</b>	<b>803,7</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	1,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kortfristiga leasingskulder	0,0	92,0	84,0	87,0	87,0	87,0	87,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	414,0	641,0	848,7	786,2	772,3
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	162,0	229,0	303,2	280,9	275,9
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	32,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>639,0</b>	<b>636,0</b>	<b>693,0</b>	<b>969,0</b>	<b>1 250,8</b>	<b>1 166,1</b>	<b>1 147,3</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>2 118,0</b>	<b>2 587,0</b>	<b>2 418,0</b>	<b>3 105,0</b>	<b>4 003,4</b>	<b>4 144,6</b>	<b>4 225,0</b>

Källa: Bolaget, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-9%	-16%	47%	32%	-7%	-2%
EBIT-tillväxt	-33%	-56%	1492%	34%	-34%	-36%
EPS-tillväxt	-38%	-92%	12275%	30%	-35%	-37%
Bruttomarginal	13,9%	14,9%	20,5%	19,2%	16,9%	14,6%
EBITDA-marginal	4,6%	4,2%	13,7%	13,3%	10,1%	7,2%
EBIT-marginal	2,0%	1,1%	11,5%	11,6%	8,3%	5,4%
Skattesats	31%	64%	18%	21%	21%	21%

Källa: Bolaget, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	5%	0%	35%	34%	19%	12%
ROCE	5%	2%	29%	30%	18%	11%
Investeringar	38	21	25	25	25	25
Investeringar / omsättning	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Varulager / omsättning	15%	14%	19%	19%	19%	19%
Kundfordringar / omsättning	9%	10%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	11%	12%	12%	12%	12%

Källa: Bolaget, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	915	697	722	544	64	-165
Soliditet	36%	37%	46%	48%	52%	54%
Nettoskuldsättningsgrad	73%	64%	41%	21%	2%	-5%
Nettoskuld / EBITDA	4,6x	4,5x	1,0x	0,6x	0,1x	-0,4x

Källa: Bolaget, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	3,85	0,31	38,13	49,66	32,36	20,29
EPS, justerad	3,85	0,31	38,13	49,66	32,36	20,29
FCF per aktie	14,48	24,65	0,46	35,57	46,02	28,96
Utdelning per aktie	0,00	0,00	12,00	12,00	12,00	12,00
Eget kapital per aktie	71,0	69,7	108,8	146,5	166,9	175,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0

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 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 fondhandlarföreningens 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](http://www.penser.se)