



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 18 Juli 2022

Midway Holding

Fortsatt starkt momentum

Fortsatt stark organiskt tillväxt...

Över lag rapporterade Midway ett mycket imponerande resultat och det verkar som om det arbete som ledningen har gjort de senaste åren med renodling, strategiska förvärv och kostnadsfokus börjar ge resultat. Den organiska tillväxten var 37% och bolaget ser inga tecken på försvagad efterfrågan. Genom förvärvet av Novakorp adderades 70 mkr i omsättning under kvartalet.

...och högre marginaler

Inköpspriser och störningar i försörjningskedjan fortsatte utmana och bolaget bedömer att osäkerheten kommer att kvarstå i närtid. Arbetet med leverantörerna har dock lyckats väl och marginalerna fortsatte expandera. Vi tror att det kommer fler prishöjningar och vi estimerar en marginal på 12% 2022e och över 13% 2023e-2024e.

Höjer estimat och motiverat värde

Även om bolaget varnar för ökad osäkerhet är tillväxten bred, vi tror vi kan få se ytterligare förvärv i närtid och marginalerna expanderar på ett bra sätt. Uttalandena om framtiden är optimistiska och vi höjer våra estimat med 13-25% 2022-2024e och vårt motiverade värde till 41-43 kr. Att vårt motiverade värde ökar mindre än estimaten beror på att multiplarna för peer-gruppen har kontraherat.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	41.0 - 43.0	
EPS, justerad 22e	4.1	3.6	13.3%	Omsättning, mkr	863	1,215	1,338	1,400	Aktiekurs	SEK32.9
EPS, justerad 23e	4.9	4	24.0%	Tillväxt	47%	41%	10%	5%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	5.3	4.2	25.2%	EBITDA, mkr	134	223	265	293		
				EBIT, mkr	70	147	178	189		
				EPS, justerad	2.3	4.1	4.9	5.3		
				EPS tillväxt	nm	81%	20%	7%		
				EK/aktie	19.7	23.4	27.5	31.8		
				Utdelning/aktie	0.8	0.8	0.9	1.0		
				EBIT-marginal	8.1%	12.1%	13.3%	13.5%		
				ROE (%)	11.6%	18.8%	19.3%	17.7%		
				ROCE	12.1%	15.0%	16.1%	15.5%		
				EV/Sales	1.3x	0.9x	0.8x	0.8x		
				EV/EBITDA	8.2x	4.9x	4.1x	3.8x		
				EV/EBIT	15.7x	7.5x	6.2x	5.8x		
				P/E, justerad	14.6x	8.1x	6.7x	6.3x		
				P/EK	1.7x	1.4x	1.2x	1.0x		
				Direktavkastning	3.2%	2.4%	2.7%	3.0%		
				FCF yield	(5.1)%	(9.4)%	16.8%	6.4%		
				Nettosk./EBITDA	0.7g	1.2g	0.8g	0.6g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q3 2022	2022-10-27
Delårsrapport Q4 2022	2023-02-03

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	27m
Börsvärde	899
Nettoskuld	200
EV	1,099
Daglig handelsvolym, snitt	37(k)
Reuters/Bloomberg	MIDWb.ST / MIDWB:SS

Kursutveckling 12 mån	
MIDW B	OMX

Analytiker	
markus.almerud@penser.se	



Sammanfattning

Fortsatt starkt momentum

Investment Case

Midway är ett investmentbolag som successivt genomfört en metamorfos till att bli ett fokuserad industribolag. Det största innehavet HAKI förväntas generera mer jämn tillväxt och högre marginaler, understött av ett strategiskifte i bolaget. Understött av en stor minskning av koncernens nettoskuld har HAKI börjat förvärva bolag, där brittiska Vertemax som adderades under Q1 2021 och Novakorp som adderas under Q3 2022 är de senaste tillskotteten. Efter ett stort försäljningstapp 2020 följt av en viss återhämtning under 2021 ser vi framför oss en betydligt ljusare framtid under kommande år.

Från konglomerat till fokuserad industrialist

Midway har genomgått en metamorfos från konglomerat till industrialist. På fem år har man gått från 14 innehav till fyra: HAKI, NOM Holding, FAS Converting och Landqvist. HAKI är en av Nordens ledande aktörer inom ställningssystem och det innehav som Midway kommer koncentrera resurserna på framöver, vilket kommer göra bolagets profil som fokuserat industribolag ännu tydligare.

Strategiskifte i HAKI mot högre lönsamhet och förvärvsdriven tillväxt

HAKI har de senaste åren genomgått ett strategiskifte med målet att ompositionera bolagets organisation och erbjudande för mer jämn tillväxt och högre uthållig lönsamhet. Detta bör leda till högre marginaler och bättre kassaflöden. De sistnämnda tror vi kommer användas för utdelningar samt tilläggsförvärv inom HAKI, vilket kommer stärka bolagets marknadsposition ytterligare.

Cyklisk marknad men tydliga underliggande drivkrafter

HAKI är beroende av byggkonjunkturen samt till viss del även investeringsnivåerna inom olje- och gassektorn, men ökande arbetskraftskostnader och ökat fokus på säkerhet driver en underliggande efterfrågan på bolagets lösningar oräknat konjunktur. En mer balanserad slutkundsportfölj med ökat fokus på infrastruktur och industriservice kommer också minska cykikaliteten och ge HAKI förutsättningar att visa jämnare tillväxt över tid.

Starkare finansiell ställning ger möjligheter

Midway har sedan 2015 gått från en nettoskuld på 641 mkr till 91 mkr 2021, vilket skapat möjligheter för förvärv samtidigt som de har återupptagit utdelningen. HAKI har nu genomfört tre förvärv under den nya strategin, och vi tror att fler kan komma. För att finansiera detta krävs dock förmodligen att man avyttrar ett eller flera innehav i portföljen, vilket därmed kan bli en katalysator för renodling av koncernen.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde på 41-43 kr per aktie. Värderingen bygger på en kassaflödesvärdering samt en sum-of-the-parts-kalkyl baserad på relativvärdering av HAKI och observerade förvärvsmultiplar för övriga innehav. Risknivån bedöms som medelhög, vilket underbyggs av att någon konkret vändning ännu inte materialiserats i konjunkturen för HAKI, samtidigt som nettoskulden ökat betydligt efter det senast genomförda förvärvet.

Kvartalet i detalj

Över lag rapporterade Midway ett mycket imponerande resultat och det verkar som om det arbete som ledningen har gjort de senaste åren med renodling, strategiska förvärv och kostnadsfokus börjar ge resultat. Den organiska tillväxten var 37%. I juli konsolideras koncernens senaste förvärv, Novakorp, som adderar 70 mkr i omsättning. Bolaget har liknande produkter som Vertemax och deras största marknad är Frankrike.

Med 47% organisk tillväxt i Safe Access Solutions var divisionen motorn i tillväxten i Q2. Kvartalet präglades av fortsatt stark utveckling i Norge medan Storbritannien fortsätter att återhämta sig. Vertemax bidrar än så länge bara med försäljning i Storbritannien och Kanada men produktportföljen har precis lanserats i Norden och vi borde börja se effekter av detta under H2'22.

I Sverige är efterfrågan god och bred, inklusive från byggsektorn - vi fortsätter se återhämtning efter pandemin. I Norge var efterfrågan hög. Kvartalet präglades av ett antal positiva projekt inom energisektorn.

EBITA-marginalen i Safe Access Solutions fortsatte att öka y/y - vi såg 40 punkters expansion till 14,4% i Q2. Under det andra kvartalet drabbades Landqvist av problem med försörjningskedjorna vilket ledde till avv vissa maskinleveranser fått flyttats till Q3. Landqvist fortsätter påverkas av de höga råmaterialpriserna medan NOM Holdings återigen upplevde ett fint kvartal.

Estimatförändringar och värdering

Mot bakgrund av den bättre än väntade rapporten höjer vi våra EPS-estimat för 2022-2024 med 13-25%. Multiplarna för peergruppen har kontraherat kraftigt under perioden, vilket håller tillbaka vårt motiverade värde, som ändå ökar till 41-43 kr (35-37 kr). På sikt ser vi ytterligare potential om Midway kan renodla koncernen och fortsätta att genomföra värdeskapande förvärv inom Safe Access Solutions.

Midway värderas fortsatt till en rabatt mot jämförbara bolag, vilka förvisso är större men som inte förväntas visa samma höga EPS-tillväxt under kommande år.

Bolag	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e
Alimak Group	10%	3%	5%	36%	33%	35%	13%	13%	14%	24%	4%	13%
Balco	20%	4%	8%	24%	22%	23%	10%	11%	12%	12%	19%	16%
Lindab	19%	-3%	3%	31%	31%	31%	13%	11%	12%	17%	-12%	8%
Nordic Waterproofing	16%	4%	3%	28%	28%	28%	11%	11%	11%	26%	3%	6%
Medel	16%	2%	5%	30%	29%	29%	12%	12%	12%	20%	4%	11%
Median	17%	3%	4%	30%	30%	29%	12%	11%	12%	20%	4%	11%

<i>Midway (EPB est)</i>	<i>47%</i>	<i>41%</i>	<i>10%</i>	<i>32%</i>	<i>34%</i>	<i>35%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>nm</i>	<i>81%</i>	<i>20%</i>
-------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	-----------	------------	------------	-----------	------------	------------

Bolag	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e
Alimak Group	1,2x	1,1x	1,1x	9,1x	8,8x	7,9x	11,0x	10,6x	9,3x	0,9x	0,5x	0,2x
Balco	1,2x	1,2x	1,1x	12,1x	10,3x	9,0x	13,4x	11,3x	9,8x	0,5x	0,0x	-0,3x
Lindab	1,2x	1,2x	1,2x	9,5x	10,7x	10,0x	11,0x	12,5x	11,5x	0,9x	0,5x	0,1x
Nordic Waterproofing	1,0x	1,0x	0,9x	9,3x	9,0x	8,6x	9,7x	9,4x	8,8x	1,0x	0,8x	0,5x
Medel	1,1x	1,1x	1,1x	10,0x	9,7x	8,9x	11,3x	10,9x	9,9x	0,8x	0,5x	0,1x
Median	1,2x	1,1x	1,1x	9,4x	9,6x	8,8x	11,0x	10,9x	9,6x	0,9x	0,5x	0,2x

<i>Midway (EPB est)</i>	<i>0,9x</i>	<i>1,0x</i>	<i>0,8x</i>	<i>10,6x</i>	<i>8,0x</i>	<i>6,3x</i>	<i>10,4x</i>	<i>8,1x</i>	<i>6,7x</i>	<i>1,4x</i>	<i>1,5x</i>	<i>0,8x</i>
-------------------------	-------------	-------------	-------------	--------------	-------------	-------------	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 671	1 316	768	796	588	863	1 215	1 338	1 400
Kostnad sålda varor	-1 318	-1 056	-511	-542	-415	-586	-806	-863	-893
Bruttovinst	352	260	257	254	173	277	409	474	508
Försäljningskostnader	-211	-167	-102	-109	-87	-118			
Administrationskostnader	-104	-94	-79	-71	-62	-72	-253	-295	-316
Forskning- och utvecklingskostnader	-11	-10	-12	-12	-16	-17			
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	-22	2	2	12	9	-1	-9	-2	-2
EBIT	6	-9	66	74	17	70	147	178	189
Finansiella intäkter	17	10	6	9	3	18	0	0	0
Finansiella kostnader	-30	-29	-16	-9	-21	-10	-7	-9	-8
Resultat före skatt	-7	-28	56	74	-2	78	140	169	181
Skatter	3	-3	-9	-12	1	-20	-30	-35	-37
Nettoresultat avvecklad verksamhet	-38	13	-45	-17	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	58	111	134	144
Nettoresultat (kvarvarande verksamhet)	-4	-31	47	61	-1	58	111	134	144

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	34	34	20	30	29	216	220	220	220
Övriga immateriella tillgångar	2	2	8	13	15	42			
Materiella anläggningstillgångar	340	331	284	275	248	240			
Räntebärande anläggningstillgångar	63	45	54	77	36	14	402	487	563
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0			
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0			
Summa anläggningstillgångar	439	412	366	395	329	512	622	707	783
Varulager	449	352	252	192	169	268			
Kundfordringar	243	218	153	175	139	164	535	557	572
Övriga omsättningstillgångar									
Likvida medel	55	93	109	39	33	40	138	196	229
Summa omsättningstillgångar	747	663	514	406	341	472	672	753	800
SUMMA TILLGÅNGAR	1 186	1 075	879	802	669	984	1 295	1 460	1 584
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	412	389	390	481	471	540	639	751	870
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	412	390	390	481	471	540	639	751	870
Långfristiga finansiella skulder	412	399	230	167	49	117	387	387	387
Pensionsavsättningar	69	73	60	15	14	21	23	23	23
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	8	12	11	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	490	480	301	193	63	138	410	410	410
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder									
Skatteskulder	284	206	188	128	136	307	246	299	303
Övriga kortfristiga skulder									
Summa kortfristiga skulder	284	206	188	128	136	307	246	299	303
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 186	1 075	879	802	669	984	1 295	1 460	1 584

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-19	2	44	-1	58	111	134	144
Icke kassaflödespåverkande poster	117	94	104	77	54	71	97	87	104
Förändringar i rörelsekapital	17	8	43	-26	64	-29	-104	102	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	83	149	96	118	101	104	323	237
Investeringar	-80	-64	-56	-88	-5	-134	-188	-172	-179
Avyttringar	127	3	3	57	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	140	22	97	65	113	-33	-84	151	58
Utdelningar	0	0	0	-14	0	0			
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0			
Förvärv	0	0	0	0	0	0	181	-93	-25
Lånefinansiering och övriga justeringar	-127	-6	-151	-89	-119	40			
Kassaflöde från avvecklad verksamhet	-4	20	76	-22	0	0			
Kassaflöde	9	36	21	-60	-6	7	97	58	33
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	426	378	181	143	30	98	272	214	181

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-1,72	-0,77	0,07	1,71	-0,02	2,14	4,06	4,91	5,26
EPS, justerad	0,45	-0,95	1,71	1,87	0,08	2,26	4,08	4,91	5,26
FCF per aktie	0,51	0,79	3,81	-1,51	-0,12	-1,20	-3,08	5,52	2,11
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,75	0,80	0,90	1,00
Eget kapital per aktie	16,8	15,9	15,9	17,6	17,2	19,7	23,4	27,5	31,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,5	24,5	24,5	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättningstillväxt	9%	-21%	-42%	4%	-26%	47%	41%	10%	5%
EBIT-tillväxt (adj)	-50%	-139%	-688%	-3%	-87%	774%	111%	21%	7%
EPS-tillväxt, justerad	-66%	-311%	-280%	9%	-96%	2699%	81%	20%	7%
Bruttomarginal	21,1%	19,7%	33,4%	31,9%	29,4%	32,1%	33,6%	35,5%	36,2%
EBITDA-marginal (adj)	4,7%	3,6%	14,6%	15,6%	11,3%	15,5%	18,4%	19,8%	20,9%
EBIT-marginal (adj)	1,7%	-0,8%	8,3%	7,8%	1,4%	8,1%	12,1%	13,3%	13,5%
Skattesats	-22%	-10%	17%	20%	9%	25%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-1%	-8%	12%	14%	0%	12%	19%	19%	18%
ROCE, justerad	4%	0%	9%	10%	2%	12%	15%	16%	16%
ROIC	2%	-1%	7%	8%	0%	9%	14%	13%	13%
Investeringar (mkr, ex IFRS 16)	80	64	56	88	96	126	126	147	154
Investeringar / omsättning	5%	5%	7%	11%	16%	15%	10%	11%	11%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	19%	20%	24%	23%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	27%	27%	33%	24%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Leverantörsskulder / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rörelsekapital / omsättning	24%	28%	28%	30%	30%	51%	30%	19%	19%
Kapitalomsättningshastighet	1,3x	1,2x	0,8x	0,9x	0,8x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (mkr)	426	378	181	143	30	98	272	214	181
Soliditet	35%	36%	44%	60%	70%	55%	49%	51%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	103%	97%	46%	30%	6%	34%	54%	29%	21%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	5,4x	8,1x	1,6x	1,2x	0,5x	1,4x	1,5x	0,8x	0,6x

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