



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sverige | 30 Augusti 2022

Instalco

Avtagande marginalpress

Bra organisk tillväxt och högsta förvärvstakten någonsin


Den organiska tillväxten var 6% både i kvartalet och i årstakt. Efterfrågan är fortsatt god även om osäkerheten är hög och det finns inga tecken på att de högre priserna har påverkat efterfrågan negativt. Förvärvstakten är fortsatt hög. Hittills är tillskottet från förvärv 1,9 mdkr eller ca 20% av omsättningen 2021 och den högsta nivån någonsin. Bolagets pipeline är fortsatt full.

Minskande marginalpress

De högre materialpriserna fortsätter pressa marginalen men det är positivt att marginalpressen minskar samt att bolaget nu nivåmässigt är tillbaka över 8%, vilket är bolagets långsiktiga marginalmål. Vi tror att prishöjningarna kommer att fortsätta ha successiv påverkan samtidigt som de fortsätter att jobba med att förbättra lönsamheten i Övriga Norden.

Höjer estimat och motiverat värde något efter att ha konsoliderat de senast gjorda förvärven

Vi konsoliderar de senaste förvärven och höjer estimaten något vilket gör att vi höjer motiverat värde något till 74-76 kr (71-73 kr). Bolaget fortsätter handlas till runt 25% rabatt mot mogna serieförvärvande bolag som Indutrade, Addtech och Lagercrantz. Vi tror att denna rabatt kommer minska successivt över tid.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	74.0 - 76.0
EPS, justerad 22e	2.1	2.1	0.0%	Omsättning, mkr	8,890	11,264	11,881	12,238	Aktiekurs	SEK51.3
EPS, justerad 23e	2.5	2.4	2.5%	Tillväxt	25%	27%	5%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	2.8	2.7	2.6%	EBITDA, mkr	920	1,061	1,195	1,233	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Delårsrapport Q2 20222022-08-25</div> <div>Delårsrapport Q3 20222022-11-09</div>				EBIT, mkr	722	773	896	967		
				EPS, justerad	2.0	2.1	2.5	2.8		
				EPS tillväxt	10%	5%	18%	11%		
				EK/aktie	9.6	11.1	12.9	14.9		
				Utdelning/aktie	0.7	0.8	0.9	0.9		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier261m</div> <div>Börsvärde13,367</div> <div>Nettoskuld2,365</div> <div>EV15,732</div> <div>Free float100%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt452(k)</div> <div>Reuters/BloombergINSTAL.ST/INSTAL:SS</div>				EBIT-marginal	8.1%	6.9%	7.5%	7.9%		
				ROE (%)	24.3%	21.2%	21.5%	20.6%		
				ROCE	17.3%	15.6%	17.8%	19.6%		
				EV/Sales	1.8x	1.4x	1.3x	1.3x		
				EV/EBITDA	17.1x	14.8x	13.2x	12.8x		
				EV/EBIT	21.8x	20.4x	17.6x	16.3x	<div>Analytiker</div> <div>markus.almerud@penser.se</div>	
				P/E, justerad	25.6x	24.4x	20.7x	18.6x		
				P/EK	5.3x	4.6x	4.0x	3.5x		
				Direktavkastning	0.7%	1.2%	1.4%	1.5%		
				FCF yield	2.7%	5.7%	6.0%	6.1%		
				Nettosk./EBITDA	1.8g	1.8g	1.1g	0.6g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 30 Augusti 2022

Sammanfattning

Avtagande marginalpress

Investment Case

Instalco 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 multipelarbitrage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för 85% av försäljningstillväxten sedan start och är därmed centralt. Förvärvstakten har fortsatt vara hög med en bra pipeline av högkvalitativa bolag. Den genomsnittliga organiska tillväxten har varit 4%.

Marginalen har varit relativt stabil de senaste åren och legat på 8,5-9% på årsbasis. Vi tror att denna nivå kommer att bestå över tid.

Nya tillväxtområden inkluderar en konsultverksamhet samt industri. Inom bygg tror vi att Instalco på medellång sikt kommer att gynnas av de gröna trenderna och EUs gröna giv. Målsättningen är att fördubbla renoveringstakten de kommande åren vilket kommer gynna bolag som Instalco.

Bolagsprofil

Instalco startades 2014 av nuvarande SO Per Sjöstrand som bildade en grupp av bolag inom olika installationsområden som el, VVS och ventilation. Året därpå vann Instalco sitt första kontrakt inom flera olika installationsområden och under 2015 påbörjades en expansion över större delar av landet genom förvärv i bland annat Malmö, Göteborg, Lund, Karlstad och Lidköping.

2016 skedde de första förvärven utanför Sverige med köp av bolag i Helsingfors och Oslo och gruppen har sedan dess fortsatt att växa. Instalco är i nuläget verksamt i Sverige, Finland och Norge, där Sverige är den största marknaden med 79% av omsättningen. I december 2021 var antalet bolag i gruppen kring 100 st.

Från att ha finansierat alla förvärv via lån har kassaflödet i Instalco successivt vuxit. Trots en hög förvärvsaktivitet generas nu ett överskott i kassaflöde som innebär att förvärvsverksamheten helt finansieras med egna medel.

Värdering

Vi värderar Instalco på målmultiplar för 2025 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv stod för 85% av omsättningstillväxten 2015-2021 och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 1.2 mdr kr per år under 2022-2025, vilket är i linje med genomsnittet under de senaste tre åren. Vi använder P/E 20x och EV/EBIT 16x som målmultiplar, vilket vi anser är motiverat givet den historiskt höga tillväxten och höga kvalitén på bolaget. Därtill har marginalen varit relativt stabil historiskt, vilket ökar förutsägbarheten. Som jämförelse handlas mogna förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, Lagercrantz och Lifco på genomsnittligt P/E på 25x och EV/EBIT på 22x på 2024 års vinst men de har också längre historik.

Motiverat värde

74-76 kr

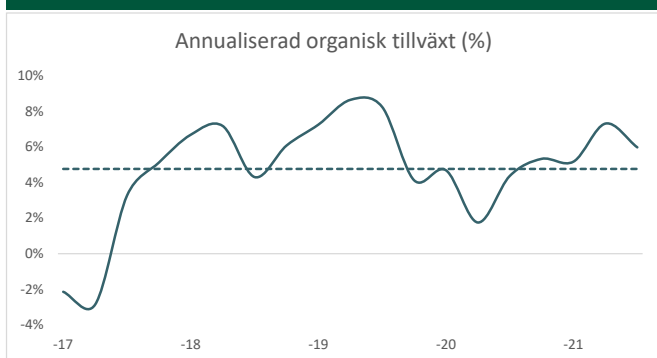
Installationsmarknaden är stabil och vi ser fortsatt hög förvärvstakt framöver

Den organiska tillväxten i årstakt är relativt stabil på medelhöga ensiffriga tal. Efterfrågan på installationer är fortsatt stark även om makroläget gör situationen fortsatt svårbedömd. Den organiska tillväxten var 6% i Q2'22 både för kvartalet och i årstakt.

Även om marginalen fortsatte pressas under kvartalet var förändringstakten den lägsta på ett år - det verkar som om prishöjningarna börjar komma ikapp. Marginalen var dessutom tillbaka över 8% vilket är positivt. Vi tror marginalen kommer fortsätta rätta till sig under kommande kvartal.

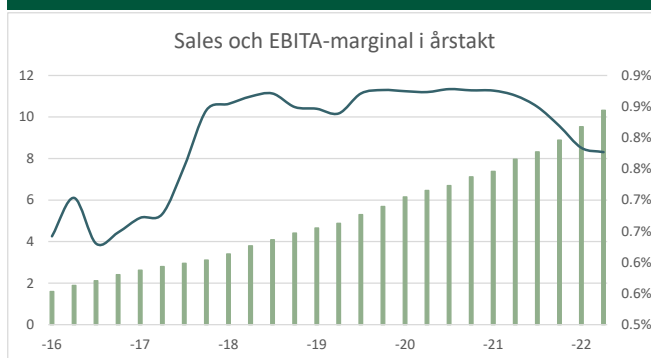
Samtidigt fortsätter bolaget hålla en hög förvärvstakt. Bolaget genomförde 4 förvärv under kvartalet och adderade därmed nästan 600 mkr i årstakt. Sammantaget är tillskottet från förvärv för 2022 redan 1.9 mdkr, vilket är den högsta nivån någonsin, trots att året inte är slut än.

Medelhög ensiffrig organisk tillväxt



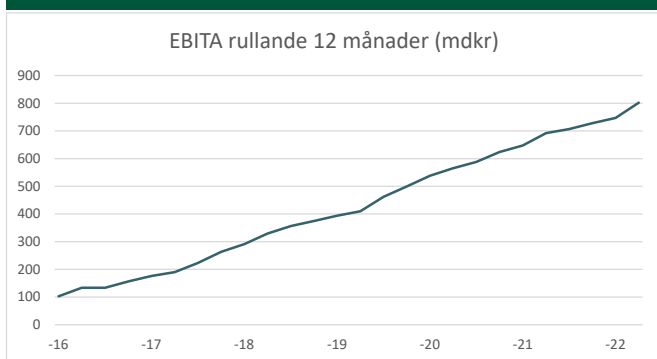
Bolaget, EPB

Marginaltrenden är på väg att bottna ur



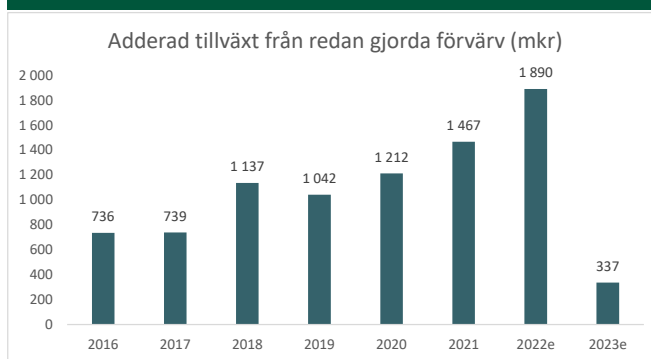
Bolaget, EPB

Stabil EBITA-tillväxt



Bolaget, EPB

Tillskott från förvärv har aldrig varit högre

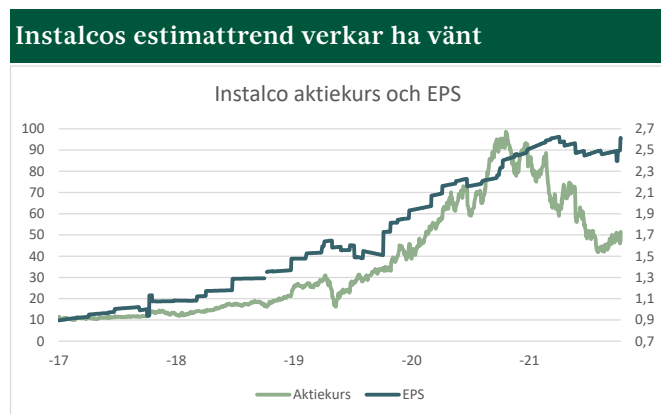


Bolaget, EPB

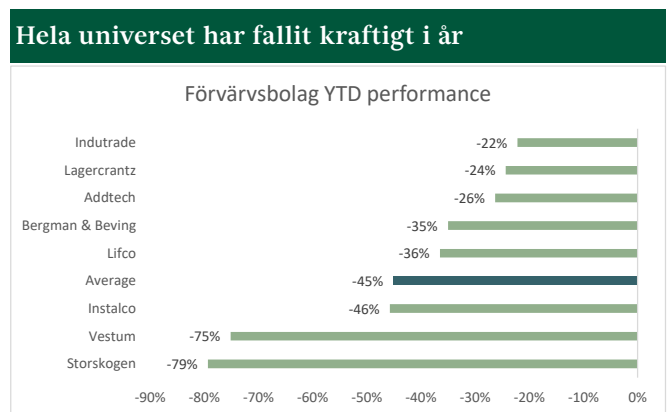
Estimattrenden har vänt

Hela förvärvsbolagsuniverset har sett signifikanta nedgångar i den senaste börsturbulensen. Instalcos NTM-P/E har till exempel kontraherat 50% sedan toppen i september förra året och vi har sett en kraftig divergens mellan EPS och aktiekurs under året. Den negativa EPS-trenden verkar ha vänt, vilket är helt naturligt eftersom förvärv är den främsta drivkraften av vinsten och då förvärvstakten har fortsatt ligga på historiskt hög nivå.

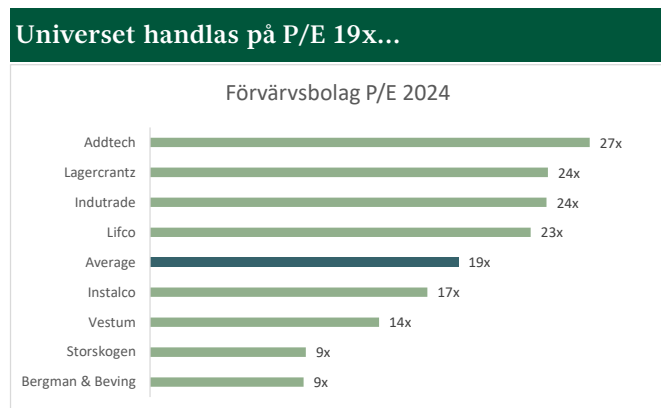
Vi gillar förvärvsbolagen och tror att förvärv kommer att fortsätta driva EPS över tid. Däremot är vi osäkra vart multipeln kommer att stabiliseras - vi ligger fortfarande signifikant över historiska nivåer. Instalco har historiskt handlats på 25% rabatt till mogna serieförvärvare som Indutrade, Addtech och Lagercrantz. Eftersom drivkrafterna för bolagen är så snarlika tror vi att värderingsgapen successivt kommer att stängas.



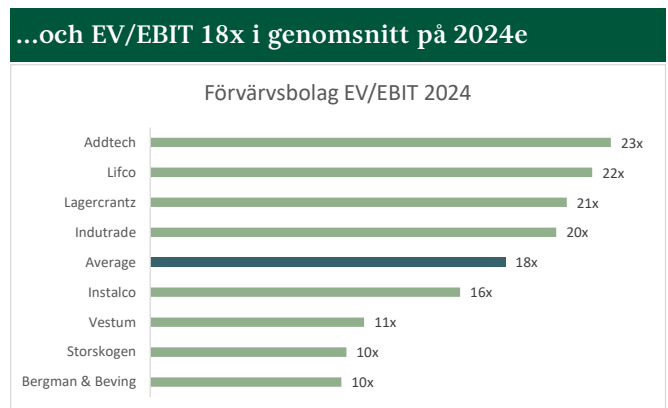
Factset, EPB



Factset, EPB



Factset, EPB



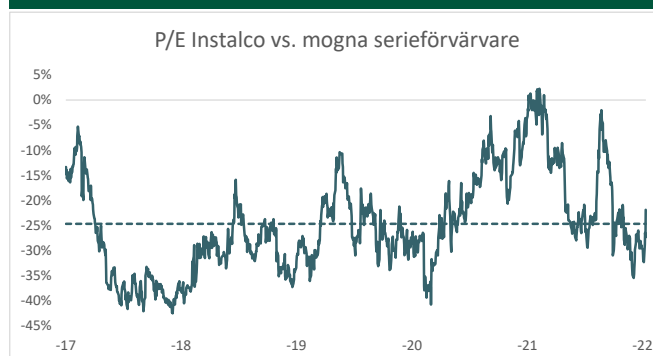
Factset, EPB

Cirka 50% P/E-kontraktion sedan toppen...



Factset, EPB

Instalco har historiskt varit på 25% rabatt mot peers



Factset, EPB

M&A har stått för 85% av tillväxten...



Bolaget, EPB

...vilket är i linje med Indutrades första år



Bolaget, EPB

Multipelvärdering på 72-78 kr

Förvärv står för 85% av tillväxten i Instalco sedan start och är därmed en kritisk värdedrivare som måste tas hänsyn till när vi värderar aktien. Om vi antar att förvärvstakten kommer ligga i linje med de senaste tre åren ser vi 20% CAGR i omsättning och rörelseresultat i 2020-2025e. I vår beräkning använder vi två års framåtblickande multiplar som ligger något under jämförelsebolagen pga den kortare historiken.

Vår DCF, vilken använder en WACC på 8%, ger oss ett värde på 66 kr per aktie.

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	19
2023e nettovinst (mkr)	746
2023e EPS (kr)	3
Motiverat värde idag (mdr kr)	14
Motiverat värde idag (kr)	52
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	18
2023e EBITA (mkr)	1 006
Motiverat EV idag (mdr kr)	18
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025 omsättning exkl M&A (mdr kr)	12,6
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	5,3
Total 2025 (mdr kr)	17,9
Omsättning 2021 (mdr kr)	8,9
CAGR	19%
EBITA-marginal	8,7%
2025 EBITA (inkl. M&A)	1 561
2021 EBITA	728
CAGR	21%
Finansnetto	-239
Skatt	-291
2025 nettovinst inkl M&A	1 032
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
Motiverat P/E	20
Värde dec 2023 (mdr kr)	21
Värde per aktie dec 2023 (kr)	79
Värde per aktie idag	72
Motiverat EV/EBIT	16
EV dec 2023 (mdr kr)	25
EV nuvärde (mdr kr)	23
Senaste net debt (mdr kr)	2,4
Nuvärde (mdr kr)	20
Nuvärde per aktie (kr)	78
Genomsnitt	75

EPB

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	8 569	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	11 070	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
Företagsvärde (EV)	19 639	Small cap-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 365	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-3,1%
Eget kapital	17 274			Skattesats	0%
Antal utstående aktier, full utspädning	260				
Eget kapital per aktie	66				

EPB

DCF - känslighet

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal						
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		6,0%	7,5%	9,0%	10,5%	12,0%	
WACC	7,0%	69	76	85	95	110	7,0%	61	73	85	96	108
	7,5%	62	68	74	83	93	7,5%	54	64	74	85	95
	8,0%	57	61	66	73	81	8,0%	49	57	66	75	84
	8,5%	52	56	60	65	71	8,5%	44	52	60	68	76
	9,0%	48	51	54	59	64	9,0%	40	47	54	61	68

EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	4 414	5 692	7 122	8 890	11 264	11 881	12 238
Övriga intäkter	40	70	62	115	115	115	115
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 552	-5 767	-6 084	-6 266
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 975	-3 769	-3 976	-4 095
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-558	-781	-741	-759
EBITDA (rapporterat)	408	587	739	920	1 061	1 195	1 233
Avskrivningar	-74	-96	-136	-198	-288	-299	-265
EBIT (rapporterat)	334	491	603	722	773	896	967
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	20	0	0	0
EBIT (justerat)	375	498	623	702	773	896	967
Förvärvsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-26	-110	-110	-110
EBITA (justerat)	375	499	624	728	883	1 006	1 077
Finansiella intäkter	2	5	23	23	23	23	23
Finansiella kostnader	-21	-24	-32	-46	-83	-79	-58
Resultat före skatt	315	472	594	699	712	841	933
Skatter	-67	-101	-133	-142	-142	-168	-187
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-12	-12	-14	-16
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	558	658	730
Nettoresultat (justerat)	280	376	472	531	558	658	730

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	1 582	2 189	2 780	3 847	4 404	4 404	4 404
Övriga immateriella tillgångar	1	4	10	176	328	241	194
Materiella anläggningstillgångar	171	257	364	538	538	538	538
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	11	20	32	32	32	32
Summa anläggningstillgångar	1 763	2 461	3 174	4 593	5 302	5 215	5 168
Varulager	29	45	62	104	132	139	143
Kundfordringar	698	874	995	1 448	1 835	1 935	1 993
Övriga omsättningstillgångar	308	479	611	749	915	958	982
Likvida medel	218	317	386	695	331	322	316
Summa omsättningstillgångar	1 253	1 715	2 054	2 996	3 212	3 354	3 435
SUMMA TILLGÅNGAR	3 016	4 176	5 228	7 589	8 514	8 569	8 603
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 068	1 483	1 961	2 482	2 857	3 308	3 812
Minoritetsintressen	0	2	12	19	31	46	62
Summa eget kapital	1 068	1 485	1 973	2 501	2 888	3 353	3 874
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 190	2 198	2 068	1 484	897
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	64	86	118	192	192	192	192
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	874	1 186	1 308	2 390	2 260	1 676	1 089
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	141	141	141	141
Leverantörsskulder	317	420	588	788	998	1 053	1 085
Skatteskulder	34	34	40	33	33	33	33
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1216	1736	2193	2312	2381
Summa kortfristiga skulder	1 074	1 505	1 947	2 698	3 366	3 540	3 640
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 016	4 176	5 228	7 589	8 514	8 569	8 603

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	558	658	730
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	195	313	328	297
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	-130	88	23	13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	338	496	689	610	958	1 009	1 041
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-15	-26	-32	-34	-35
Avyttringar	4	4	4	15	0	0	0
Fritt kassaflöde	335	488	678	599	926	975	1 006
Utdelningar	-52	-73	-115	-141	-195	-221	-241
Nyemission / återköp	67	100	226	41	0	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-953	-796	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-115	751	-299	-763	-770
Kassaflöde	2	93	92	297	-364	-9	-5
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	657	867	907	1 644	1 878	1 303	722

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	5%	2%	3%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	25%	27%	5%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	16%	21%	14%	7%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	10%	5%	18%	11%
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,1%	9,4%	10,1%	10,1%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,8%	8,8%	8,2%	7,8%	8,5%	8,8%
Skattesats	21%	21%	22%	20%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	30%	30%	28%	24%	21%	22%	21%
ROCE, justerad	22%	22%	22%	18%	16%	18%	20%
ROIC	25%	24%	24%	20%	17%	19%	21%
Investeringar / omsättning	0%	2%	3%	3%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rörelsekapital / omsättning	9%	9%	7%	7%	7%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,4x	1,2x	1,3x	1,4x	1,4x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	907	1 644	1 878	1 303	722
Soliditet	35%	36%	38%	33%	34%	39%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	46%	66%	65%	39%	19%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	1,8x	1,8x	1,1x	0,6x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	1,04	1,52	1,80	2,10	2,14	2,53	2,80
EPS, justerad	1,15	1,48	1,82	2,00	2,10	2,48	2,75
FCF per aktie	1,40	2,00	2,68	2,30	3,55	3,74	3,86
Utdelning per aktie	0,30	0,46	0,54	0,65	0,75	0,85	0,93
Eget kapital per aktie	4,5	6,1	7,8	9,6	11,1	12,9	14,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	244	254	259	265	266	265	265

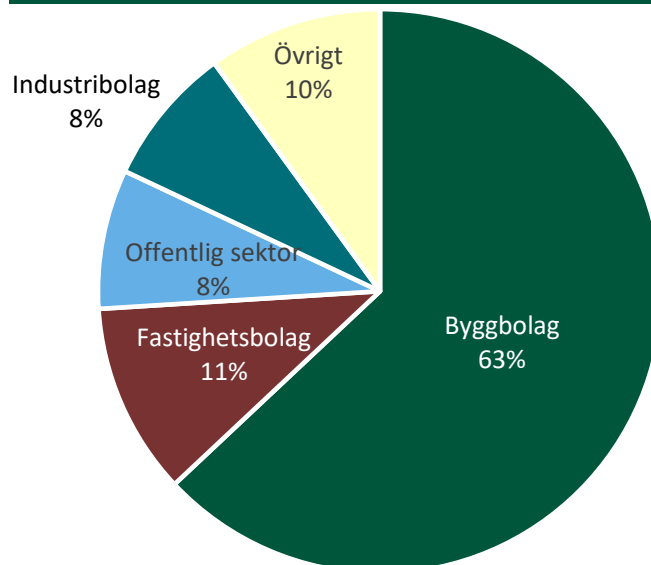
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Per Sjöstrand	10,3%
Swedbank Robur	9,2%
Capital Group	8,2%
AMF	6,7%
Odin Fonder	4,5%
Ordförande	Per Sjöstrand
Verkställande direktör	Robin Boheman
Finansdirektör	Christina Kassberg
Investerarkontakt	Fredrik Trahn
Hemsida	https://www.instalco.se

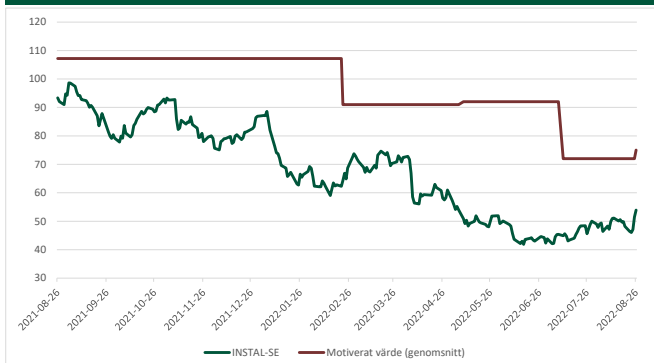
Bolaget, EPB

Slutmarknader



Bolaget, EPB

Aktiekurs och motiverat värde



Factset, 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