



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 31 Augusti 2022

Systemair

Stark organisk tillväxt i Q1

Organisk och förvärvad tillväxt i Q1

Nettoomsättningen för Q1'22/23 uppgick till 2 849 mkr (2 290 mkr) motsvarande en tillväxt om 24% y/y. Organisk tillväxt i Q1 var 14%. Förvärvad tillväxt var 5% och resterande valutadrivet. Norden växte starkt med en omsättningstillväxt om 17% y/y, Västeuropa växte 13% organiskt. Tillväxten var drivet av både volymtillväxt och framgångsrika prishöjningar.

Lönsamhet fortsatt stark

Bruttomarginalen i Q1 uppgick till 34,6 % (34,8). Kostnadsbasen innehöll inga större överraskningar och rörelseresultatet uppgick till 270 mkr (210 mkr). EBIT-marginalen uppgick till 9,5% (9,2%), mot estimat om 9,8%. Överlag god lönsamhet och ett kvartal med fortsatt stark tillväxt, driven av både organisk och förvärvsdriven tillväxt.

Estimatjusteringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera förväntningar på högre omsättningstillväxt för 2022/23. Vi uppdaterar vårt motiverade värde till 72-74 kr per aktie (86-88 kr per aktie), primärt drivet av lägre multiplar för jämförelsebolag. Vi ser utöver vårt motiverade värde ytterligare potential från förvärv, se detaljer i värderingssegmentet. Vi ser låg risk.

Kommande händelser		Prognos (kr)					Värde och risk	
Q2 2022/23	2022-12-08		21/22	22/23	23/24	24/25	Motiverat värde	72.0 - 74.0
Q3 2022/23	2023-03-09							
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	9,635	10,827	11,261	11,711	Aktiekurs	54.0
		Tillväxt	13%	12%	4%	4%	Riskenivå	Low
		EBITDA, mkr	1,178	1,363	1,464	1,567	Kursutveckling 12 mån	
		EBIT, mkr	770	978	1,090	1,199		
		EPS tillväxt	25%	27%	6%	11%		
		EK/aktie	18.5	20.6	22.3	24.4		
		Utdelning/aktie	0.9	0.9	0.9	0.9		
		EBIT-marginal	8.0%	9.0%	9.7%	10.2%		
		EV/Sales	1.4x	1.3x	1.2x	1.2x		
		EV/EBITDA	11.8x	10.2x	9.5x	8.8x		
Antal aktier		208m					Analytiker	
Börsvärde		11,232						
Nettoskuld		2,628						
EV		13,860						
Free float		46%						
Daglig handelsvolym, snitt		115(k)						
		EV/EBIT	18.0x	14.2x	12.7x	11.6x		
		P/EK	2.9x	2.6x	2.4x	2.2x		
		Direktavkastning	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%		
		FCF yield	(5.1)%	5.6%	5.8%	6.0%		
		Nettosk./EBITDA	1.7g	1.7g	1.4g	1.1g		

hjalmar.jernstrom@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 31 Augusti 2022

Sammanfattning

Stark organisk tillväxt i Q1

Investment Case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8% av den europeiska HVAC-marknaden och 5% av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6%, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt. 42% av Systemairs intäkter kan enligt bolaget klassificeras som *taxonomy eligible*, vilket vi ser som attraktivt. Avslutningsvis bedömer vi att Systemair kommande år kommer att kunna kapitalisera på EUs satsningar på hållbarhetsfrämjande investeringar, givet HVAC-industrins betydelse för energikonsumtion i Europeiska hushåll.

Bolagsprofil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftridåer, värmeprodukter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi ser en långsiktig EBIT-marginal som har potential att uppgå till 12%. Den långsiktiga lönsamhetsprofilen kan enligt våra bedömningar uppnås genom en kombination av mer gynnsam produktmix, kombinerat med att man kan upprätthålla delar av de besparingar man drivit genom under 2020-2021. Vi ser ett motiverat värde om 72-74 kr per aktie. Vi ser utöver det en starkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång längre ned.

Kvartalet i detalj

Systemair redovisar stark tillväxt i Q1'22/23 om totalt 24,4% y/y. Den organiska tillväxten var 14,3%, utöver det gav valutaeffekter 5% samt 5% från förvärv. Norden växte 17% y/y organiskt och Västeuropa växte 13%. Östeuropa växte 2% organiskt, påverkat av att Systemair pausat leveranser till Ryssland. Nordamerika växte 10% organiskt, drivet av fortsatta leveranser till skolor samt produkter för bostadsfastigheter. Övriga marknader växte starkt med 34% organisk tillväxt. Viktiga marknader i regionen inkluderar Indien, där Systemair indikerar stark tillväxt.

Systemair fortsätter därmed att redovisa fortsatt stark organisk tillväxt trots de fortsatta problemen i försörjningsleden. Systemair indikerar att orderingången är stark och att orderboken är rekordhög. Intäkterna i kvartalet överskred våra estimat med ca 10%, där den största avvikelsern kommer från utfallet av prishöjningarna i Europa. Lönsamhetsmässigt var marginalen i linje med våra förväntningar.

Systemair meddelade i juni att man förvärvar italienska SagiCofim. SagiCofim är en leverantör inom filtrering och luftdistribution som omsatte ca EUR 36m 2021 med EBITDA om EUR 4m. Prislappen är EUR 34m och därmed mindre än 1x försäljningen för hela bolaget. Omsättningen i det förvärvade bolaget motsvarar ca 4% av Systemairs omsättning 2021/22.

Estimatförändringar

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar efter Q1-rapporten. Vi höjer våra estimat för att reflektera förväntningar på högre tillväxt i primärt Europa, drivet av stark orderbok, och fortsatta framgångar med prishöjningar.

Nya estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	10 827	11 261	11 711
Tillväxt	12%	4%	4%
EBIT	977,6	1 090,0	1 198,8
Rörelsemarginal	9,0%	9,7%	10,2%
EPS	3,30	3,51	3,89
Tidigare estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	9 997	10 497	11 021
Tillväxt	6%	5%	5%
EBIT	979,7	1 070,7	1 157,3
Rörelsemarginal	9,8%	10,2%	10,5%
EPS	3,13	3,45	3,75
Förändring i %	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	8%	7%	6%
EBIT	0%	2%	4%
EPS	6%	2%	4%

Källa: EPB

Värdering

Vi applicerar en målmultipel om 16x på EBIT för 2023/24e men adderar istället en ytterligare potential från förvärv, se längre ned. Vi ser en skälig multipel om 16x, vilket är marginellt högre än jämförelsebolagen, men motiveras av klart högre EBIT-tillväxt för 2022e - 2024e.

Valuation output	
Last paid	54
Aktier	208
BV	11 274
EV	13 902
Net debt	2 628
Target multiple (EBIT 2023e)	16
Target EV	17 903
Less net debt	2 628
Target BV	15 275
Price per share	73

Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Vi applicerar en WACC om 9% (7,5%) som kommer från en harmonisering av beräkningsmetodik för EPBs diskonteringsräntor. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt ytterligare påslag om 2%. Vi bedömer att Systemair har en mycket stark marknadsposition, med ett ledande produktutbud. Marknadsrisken ligger i att bolaget är beroende av konjunkturen, och har särskilt exponering mot bygg- och renoveringskonjunktur.

Vi bedömer att bolaget kan uppnå en långsiktig rörelsemarginal om 12%. Vår DCF motiverar ett värde om 74 kr per aktie. Sammantaget motiverar våra värderingsmetoder ett motiverat värde om 72-74 kr per aktie.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	9 754	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	8 246	Risk premium	5,5%
Enterprise value	18 000	Extra risk premium	2,0%
Latest net debt	2 628	Beta	1,0
Minority interests & other	0	Cost of equity	10,0%
Equity value	15 372	Cost of debt (pre-tax)	2,5%
No. of shares outstanding (millions)	208	Tax rate	21%
Equity value per share (SEK)	74	Target debt/(debt + equity)	12%
Källa: EPB		WACC	9,0%
		Terminal value assumptions	
		Long term growth rate	2,0%
		Long term EBIT margin	12,0%
		Depreciation (% of sales)	2,0%
		Capex (% of sales)	2,0%
		Working cap. (% of sales)	-2,6%
		Tax rate	21%

Nedan sammanfattas känslighetsanalys för våra antaganden kring WACC, långsiktig rörelsemarginal och långsiktig tillväxt.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	8,0%	81	84	89	94	100
	8,5%	74	77	81	85	90
	9,0%	69	71	74	78	82
	9,5%	64	66	69	71	75
	10,0%	60	61	64	66	69

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	8,0%	61	75	89	103	116
	8,5%	56	69	81	93	106
	9,0%	52	63	74	86	97
	9,5%	48	59	69	79	89
	10,0%	45	54	64	73	82

Källa: EPB

Vi adderar inga potentiella framtida förvärv i våra estimat men noterar en förstärkt M&A-ambition och att marknaden är under konsolidering. Utöver detta är det en marknad som drivs av allt hårdare regleringar och direktiv, vilket gynnar stora aktörer eftersom många små inte har förmågan att uppnå regelefterlevnad med egen förmåga. Med en stark kassa och stark kassaflöden kan Systemair därmed förvärva starkt. Nedan sammanfattas en känslighetstabell som visar vad ytterligare CAGR från förvärv för perioden 2025-2030 innebär för det motiverade värdet. Beräkningarna har skett baserat på att CAGR 1,5 - 4,5% adderas på organisk tillväxt 2025-2030. I övrigt justeras värdet med köpeskillingen som antas vara en EV/Sales-multipel om 0,9 - 1,7x där köpeskillingen diskonterats till nuvärde med WACC (9%).

		CAGR 2025-2030 % (från M&A)						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EV/SALES x	0,9	76,7	77,6	78,5	79,5	80,5	81,5	82,5
	1,1	76,0	76,8	77,5	78,2	79,0	79,7	80,4
	1,3	75,4	75,9	76,4	76,9	77,4	77,9	78,4
	1,5	74,8	75,1	75,4	75,6	75,9	76,2	76,4
	1,7	74,2	74,3	74,3	74,4	74,4	74,4	74,4

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Peers	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Kingspan Group Plc	14,5	14,4	13,7	13,9	15,9	16,4	15,1	14,3	1,5	1,5	1,4	1,3
Uponor Oyj Class A	7,4	8,5	8,1	N/A	10,5	11,4	10,8	N/A	0,9	0,9	0,9	N/A
Lindab International AB	9,7	11,5	10,7	10,2	10,3	12,3	11,5	11,0	1,2	1,3	1,2	1,2
Carrier Global Corp.	14,2	13,5	12,6	N/A	17,0	15,6	14,3	11,9	2,0	1,9	1,9	N/A
Lennox International Inc.	16,0	15,2	13,4	N/A	17,0	15,9	14,2	13,4	2,3	2,3	2,2	N/A
LU-VE SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	17,1	14,3	12,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Nederman Holding AB	14,0	12,0	10,0	8,7	16,8	14,4	11,6	10,1	1,3	1,2	1,1	1,0
Average exkl Systemair	12,6	12,5	11,4	N/A	14,9	14,3	12,8	12,1	1,5	1,5	1,5	1,2
Median exkl Systemair	14,1	12,7	11,6	N/A	16,8	14,4	12,3	11,9	1,4	1,4	1,3	1,2
Systemair	14,2	12,7	11,6		16,4	15,4	13,9		1,3	1,2	1,2	

Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

Peers	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Kingspan Group Plc	28%	28%	28%	N/A	10%	10%	10%	9%	5%	7%	6%	6%
Uponor Oyj Class A	37%	37%	38%	N/A	12%	11%	11%	N/A	8%	10%	10%	N/A
Lindab International AB	30%	31%	31%	N/A	12%	11%	12%	12%	4%	11%	12%	13%
Carrier Global Corp.	28%	29%	29%	N/A	14%	14%	15%	N/A	5%	6%	6%	N/A
Lennox International Inc.	28%	29%	31%	N/A	14%	15%	16%	N/A	5%	6%	7%	N/A
LU-VE SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	6%	6%	7%	N/A	1%	9%	9%	N/A
Nederman Holding AB	37%	38%	38%	38%	10%	10%	11%	12%	-2%	8%	10%	10%
Average exkl Systemair	31%	32%	32%	N/A	11%	11%	12%	11%	4%	8%	9%	10%
Median exkl Systemair	29%	30%	31%	N/A	12%	11%	11%	12%	5%	8%	9%	10%
Systemair	34%	35%	36%		9%	10%	10%		6%	6%	6%	

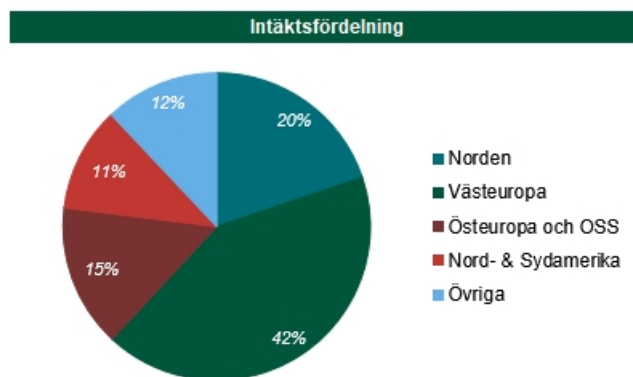
Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

Peers	Tillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Kingspan Group Plc	24%	-1%	5%	11%	15%	-4%	9%	7%	14%	-3%	8%	6%
Uponor Oyj Class A	9%	-4%	2%	N/A	2%	-11%	5%	N/A	3%	-8%	5%	N/A
Lindab International AB	23%	-4%	2%	5%	20%	-16%	8%	4%	20%	-16%	8%	4%
Carrier Global Corp.	-1%	6%	0%	N/A	3%	6%	7%	N/A	3%	9%	9%	20%
Lennox International Inc.	11%	1%	3%	N/A	10%	5%	9%	N/A	13%	6%	12%	6%
LU-VE SpA	15%	5%	7%	23%	6%	12%	17%	22%	-2%	20%	16%	N/A
Nederman Holding AB	23%	11%	7%	6%	4%	17%	20%	15%	10%	17%	24%	15%
Average exkl Systemair	15%	2%	4%	11%	8%	1%	11%	12%	9%	4%	12%	10%
Median exkl Systemair	15%	1%	3%	9%	8%	1%	11%	12%	10%	6%	9%	6%
Systemair	12%	4%	4%		27%	11%	10%		27%	6%	11%	

Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

Aktieägardata		
Största aktieägare	Röster	Aktier
Gerald Engström	43%	43%
Ebm-Papst AB	11%	11%
Swedbank Robur	10%	10%
Nordea Fonder	5%	5%
Övriga	32%	32%
Ordförande	Gerald Engström	
Verkställande direktör	Roland Kasper	
Finansdirektör	Anders Ulff	
Investerarkontakt	Anders Ulff	
Hemsida	www.systemair.com	

Källa: Systemair, Holdings



Källa: Systemair

Resultaträkning	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	10 827	11 261	11 711
Övriga intäkter									
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 099	-7 265	-7 526
Bruttovinst	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	3 729	3 995	4 185
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	234	212	225	234
Försäljningskostnader	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-2 245	-2 398	-2 459
Administrationskostnader	-365	-361	-389	-424	-428	-438	-492	-507	-527
Övriga kostnader	-129	-168	-154	-214	-190	-268	-225	-225	-234
Rörelseresultat (EBITDA)	626	554	762	985	1 077	1 178	1 363	1 464	1 567
Avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-408	-385	-374	-368
Goodwillnedskrivningar									
Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	770	978	1 090	1 199
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	770	978	1 090	1 199
Finansiellt netto	-29	-17	-70	-82	-113	-28	-60	-75	-75
Resultat före skatt	410	333	458	544	564	742	918	1 015	1 124
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-231	-284	-315
Nettoresultat (just)	294	230	321	385	411	544	686	731	809

Källa: EPB

Balansräkning	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	691	759	847	820	736	889	979	979	979
Övriga immateriella anläggningstillgångar	193	217	265	248	211	216	311	311	311
Materiella anläggningstillgångar	1 614	1 963	2 037	1 967	2 048	2 519	2 729	2 749	2 791
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	4 019	4 039	4 081
Övriga omsättningstillgångar	2 598	3 044	3 412	3 411	3 335	4 512	4 981	5 180	5 387
Likvida medel	242	213	250	378	319	336	559	834	1 164
Summa omsättningstillgångar	2 839	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 539	6 014	6 551
SUMMA TILLGÅNGAR	5 338	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 558	10 053	10 632
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 286	4 643	5 078
Summa Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 286	4 643	5 078
Långfristiga icke räntebärande skulder	259	276	289	272	260	276	276	276	276
Långfristiga räntebärande skulder	319	691	1 070	1 120	1 052	1 231	1 531	1 531	1 531
Summa Långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	1 807	1 807	1 807
Kortfristiga icke räntebärande skulder	1 165	1 316	1 437	1 470	1 578	1 964	2 165	2 252	2 342
Kortfristiga räntebärande skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	1 148	1 299	1 351	1 405
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 599	2 613	1 470	1 578	1 964	2 165	2 252	2 342
Summa skulder	2 957	3 575	3 972	4 015	3 625	4 619	5 271	5 410	5 554
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	5 338	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 558	10 053	10 632

Källa: EPB

Kassaflödesanalys									
	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Rörelseresultat	439	349	528	626	677	770	978	1090	1199
Icke kassaflödespåverkande poster	194	49	8	162	181	180	83	15	-22
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-714	-78	-61	-63
Kassaflöde från den operationella verksamheten	465	224	386	844	994	235	982	1044	1114
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-515	-235	-448	-516	-685	-394	-410
Utdelningar	-104	-104	-104	-104	0	-156	-187	-187	-187
Lånefinansiering och övriga justeringar	-31	323	266	-363	-557	431	300	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-467	-557	275	113	-187	-187
Årets kassaflöde	49	-39	33	148	-12	-5,8	223	276	330
Nettoskuld (just)	1314	1761	1996	1896	1468	2043	2272	2048	1772

Källa: 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 målfaldigas 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