

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 21 oktober 2022

Bergman & Beving

Fortsätter expandera underliggande marginalen

Fortsätter att växa både omsättning...

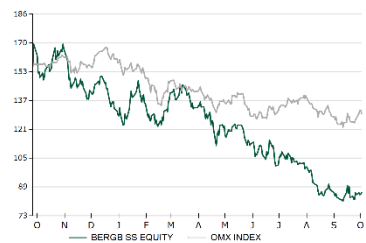
Även efter att vi justerar för bortfallet av volymerna på grund av IT-attacken som en av Bergman & Bevings (B&B) logistikpartners är den organiska tillväxten svagt negativ. Detta beror på att de fortsätter att fasa ut olönsamma produkter för att förbättra marginalerna. Även om det är positivt skulle vi gärna se att de skulle komma igenom detta så att den organiska tillväxten normaliseras. Att bidraget från M&A accelererar under kvartalet är dock positivt och vi räknar med att denna trend kommer att fortsätta framöver.

...och vinst

Om vi rensar för den negativa effekten från IT-attacken (10 mkr) så fortsatte B&Bs marginaler att expandera. Med fortsatta kostnadsbesparingar och fortsatt utfasning av lågvolymprodukter tror vi denna trend kommer att fortsätta och bolaget är i fas med sitt mål att fördubbla vinsten de kommande 4-5 åren. I takt med att M&A-aktiviteten ökar kommer även detta att driva marginalerna – de söker efter bolag med över 15% marginal och en vinst på 10-20 mkr.

Höjer estimaten men sänker motiverat värde för att reflektera multipelkontraktionen

Vi höjer estimaten med 6-8% för att reflektera den fortsatta underliggande marginalexpansionen samt att vi konsoliderar det senaste förvärvet (Polartherm) i våra siffror. Vi gillar att den underliggande affären fortsätter att förbättras och tror på fortsatt gott momentum samt fortsatta förvärv. Utöver detta gillar vi den goda kassaflödesgenereringen. Vi sänker dock vårt motiverade värde något trots högre prognoser för att reflektera 1) multipelkontraktionen hos peer-gruppen samt 2) den högre riskpremien i marknaden. Vi ser nu ett motiverat värde på 130-132 kr (143-145 kr)

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk														
	23e	Δ%	24e	Δ%		22	23e	24e	25e	Motiverat värde	130,0 - 132,0 kr													
Totala intäkter	4 826	2,1	4 996	3,5	Totala intäkter	4 575	4 826	4 996	5 146	Aktiekurs	85,5 kr													
EBIT, just.	348	4,9	374	7,8	Intäktstillväxt	6%	5%	4%	3%	Riskenivå	Medel													
EPS, just.	8,9	5,7	9,6	8,1	EBITDA, just.	503	571	601	628	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 														
Kommande händelser					EBIT, just.	298	348	374	396															
Q3 - rapport					03 februari 2023	EPS, just.	7,5	8,9	9,6			10,4												
Q4 - rapport					12 maj 2023	EPS-tillväxt	22%	18%	8%	8%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																						
Likviditetsgarant		✓																						
Certified adviser		✓																						
Transaktioner 12m		✓																						
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	72,4x	77,7x	83,5x	89,6x															
Antal aktier	27				Utdelning per aktie	3,4	3,8	4,0	4,5															
Börsvärde	2 246				EBIT-marginal	6,5%	7,2%	7,5%	7,7%															
Nettoskuld	1 877				ROE, just.	11,0%	11,8%	11,9%	12,0%															
EV	4 124				ROCE, just.	8,0%	8,7%	9,1%	9,7%															
Free float	83%				EV/Sales	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x															
Daglig handelsvolym, snitt	19(k)				EV/EBITDA	8,2x	7,2x	6,6x	6,0x															
Analytiker					EV/EBIT	13,8x	11,8x	10,6x	9,5x															
					P/E, just.	11,3x	9,6x	8,8x	8,2x															
					P/EK	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x															
					Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,7%	5,3%															
					FCF yield	8%	15%	17%	19%															
Markus Almerud					Nettoskuld/EBITDA	3,7x	3,3x	2,8x	2,4x															
markus.almerud@penser.se																								

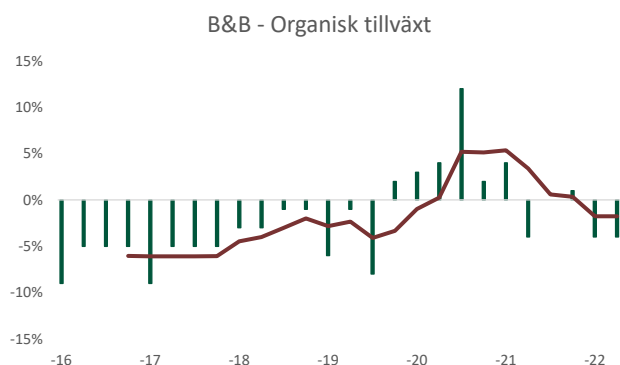
Kvartalet i korthet

Bergman & Beving (B&B) rapporterade en organisk tillväxt på -4% i kvartalet men då berodde 3 procentenheter av fallet på en IT-attack som drabbade en av Lunas logistikpartners. Luna är ett av de största bolagen i Tools & Consumables med omsättning på cirka 1,2 mdkr.

Efterfrågan från industrikunder var fortsatt god under kvartalet. Byggmarknaden visade tecken på inbromsning, främst relaterat till minskad nybyggnation av bostäder och avmattning i konsumentledet, men B&Bs kunder inom byggsektorn visade fortsatt god tillväxt. Förvärv bidrog med 7% och valuta med 3%.

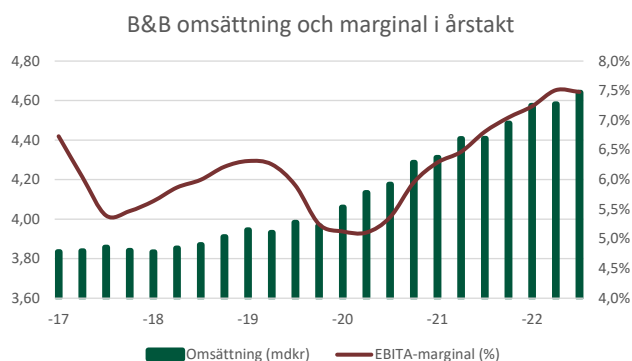
EBITA-marginalen kom in 20 punkter under Q2'21 och 20 punkter över Q1'22. Dock var EBITA-påverkan från IT-attacken 10 mkr vilket innebär att om vi rensar för detta var marginalen 8,5% (Q2'21 8,0% och Q1'22 7,6%). Bolaget kommer fortsätta prioritera vinsttillväxt framför omsättningstillväxt och de har också påbörjat kostnadsbesparingar för att öka effektiviteten och lönsamheten. Målet att fördubbla resultat de kommande 4-5 åren kvarstår.

Diagram 1: Organisk tillväxt...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och EBITA-marginal drabbades av IT-attacken



Källa: Bolaget, EPB

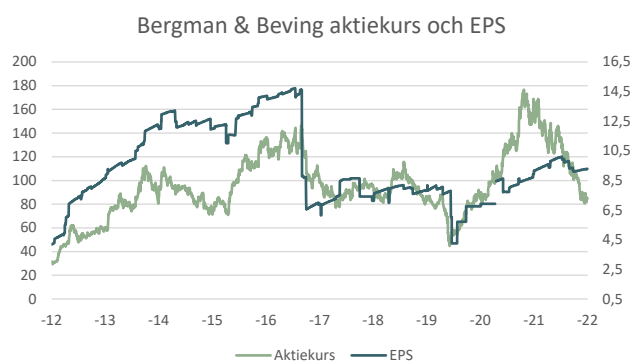
Under kvartalet adderade B&B Polartherm Group med EUR 12m (127 mkr) i omsättning och de adderat tre bolag med en total omsättning på 200 mkr i årstakt under räkenskapsåret. Förvärvsmarknaden är något avvaktande men de fortsätter att addera till sin pipeline. Ideala objekt har en intjäning på 10-20 mkr (EBITA) och ska helst ha en marginal på över 15%, vilket implicit innebär en omsättning på cirka 65-130 mkr.

Värdering

B&Bs estimattrend fortsätter upp och även om den saktar in något på grund av påverkan från IT-attacken så är den underliggande förbättringstrenden stabil (Diagram 3). Däremot har bolagets multiplar, i linje med peer-gruppen, kontraherat kraftigt (Diagram 4-5) och för att reflektera detta sänker vi våra målmultiplar till P/E 14x och EV/EBITA 13x. Detta är lägre än till exempel Instalco (Diagram 6) men deras förvärvstakt har varit högre och vi finner därför detta motiverat. I takt med att förvärvstakten ökas räknar vi med att värderingsgapet kommer att stängas.

Vi höjer även vår WACC från 8% till 10% för att reflektera den högre riskpremien i marknaden (Tabell 1-2).

Diagram 3: EPS-trenden är fortsatt upp



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: Värdering



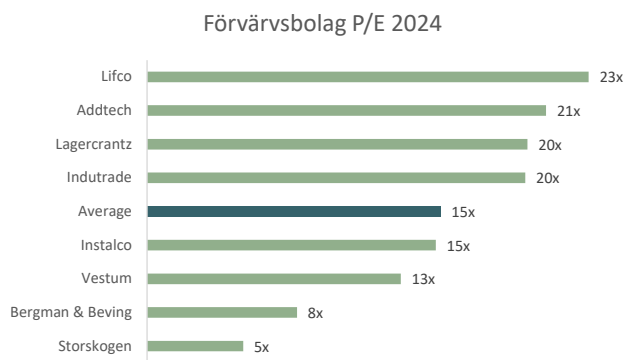
Källa: Factset, EPB

Diagram 5: Signifikant derating



Källa: Factset, EPB

Diagram 6: Handlas långt under snittet för peers



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 959	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	1 860	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	4 820	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 878	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	28,0%
Eget kapital	2 942			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	27				
Eget kapital per aktie	111				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighet

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal						
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	
WACC	8,0%	151	161	172	186	204	8,0%	128	150	172	194	217
	9,0%	123	129	137	145	155	9,0%	101	119	137	154	172
	10,0%	102	106	111	117	123	10,0%	82	97	111	125	140
	11,0%	85	88	91	95	100	11,0%	68	80	91	103	115
	12,0%	72	74	76	79	82	12,0%	56	66	76	86	96

Källa: EPB

Diagram 7: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Investment case

Efter att ha bytt strategi i början av 2000-talet med centralisering och integrering framåt i värdekedjan gjorde Bergman & Beving (B&B) en helomvändning 2017, decentraliserade verksamheten och spann av återförsäljarledet som de hade förvärvat under det senaste 10-15 åren. Efter att ha fokuserat på att vända resultatet under ett par år bytte man ledning och även om förvärv alltid har varit en central del är det nu dags att accelerera förvärvsresan. Målet är att fördubbla vinsten till 2025/26 och för att nå dit så tror vi att mellan hälften och två tredjedelar av tillväxten behöver komma från förvärv. Skulle man exekvera på detta kommer profilen bli likartad de serieförvärvare där bolaget har sina rötter och vi tror att detta skulle leda till en omvärdering av bolaget.

Bolagsprofil

B&B har som affärsidé att förvärva och utveckla ledande företag med produkter och varumärken till expansiva nischer inom industri och bygg. Affärsmodellen är decentraliserad och koncernen är uppdelad på tre affärsområden: Building Materials som fokuserar på byggmaterial, Workplace Safety som fokuserar på personlig skyddsutrustning och Tools & Consumables som fokuserar på verktyg, maskiner och förnödenheter. B&B rapporterade 4,6 mdkr i omsättning 2021/22 och har ca 1 200 anställda.

Värdering

Vi har använt målmultiplar för att värdera bolaget. Med målet att fördubbla vinsten till 2025/26 applicerar vi multiplarna på denna tidpunkt, varefter vi nuvärdesberäknar värdena. M&A är en central del av investment-caset och då bolaget har återgått till sina ursprungliga värden med decentralisering och förvärv i centrum är de i början på en fas där de kommer intensifiera förvärvsresan. Profilmässigt kommer detta att föra dem närmare serieförvärvare såsom Addtech, Indutrade och Lagercrantz. Vi väljer målmultiplar som ligger lägre än de mogna serieförvärvarna eftersom man fortfarande behöver bevisa sig och använder oss av P/E 16x och EV/EBITA 15x, vilket är i linje med Instalco. Värderingen är sedan underbyggd med en DCF-analys med WACC 8%, långsiktig marginal på 8% och långsiktig tillväxt på 3%.

Motiverat värde

130-132 kr

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 826	4 996	5 146
Totala intäkter	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 826	4 996	5 146
Kostnad sålda varor	-2 196	-2 280	-2 388	-2 573	-2 625	-2 769	-2 867	-2 953
Bruttovinst	1 640	1 676	1 699	1 753	1 961	2 069	2 142	2 206
Övriga rörelsekostnader	-718	-744	-779	-773	-855	-902	-934	-962
EBITDA, justerad	239	267	353	426	503	571	601	628
Avskrivningar	-25	-31	-164	-179	-205	-223	-228	-231
EBIT, justerad	214	236	189	247	298	348	374	396
Jämförelsestörande poster	2	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	216	236	189	247	298	348	374	396
Finansiella poster	-24	-20	-34	-35	-39	-42	-42	-38
Resultat före skatt	192	216	155	212	259	306	331	358
Skatter	-27	-45	-52	-65	-57	-67	-73	-79
Minoritetsintressen	0	0	12	14	17	19	22	25
Nettoresultat, justerad	156	169	116	164	200	237	256	276
Nettoresultat	158	169	116	164	200	237	256	276

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBIT	216	236	189	247	298	348	374	396
Övriga kassaflödespåverkande poster	-31	12	19	11	0	2	3	3
Förändringar i rörelsekapital	10	-2	-103	-10	-179	-67	-44	-39
Kassaflöde från den operationella verksamheten	135	258	222	383	225	397	444	474
Investeringar	0	-80	-122	-71	-51	-52	-53	-54
Avyttringar	0	0	0	5	0	0	0	0
Övriga poster	0	0	1	1	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	135	178	101	313	174	345	391	420
Utdelningar	0	-68	-81	-40	-90	-99	-106	-119
Nyemission / återköp	0	0	-23	-16	0	0	0	0
Förvärv	0	-68	-207	-112	-137	-154	0	0
Förändringar av lån	0	4	230	-59	91	-74	-285	-301
Övriga poster	0	-30	-31	-32	0	0	0	0
Kassaflöde	135	16	1	59	38	18	0	0
Omräkningsdifferenser	0	2	4	-10	5	0	0	0
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	1 877	1 702	1 514

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	1 430	1 472	1 570	1 609	1 667	1 821	1 821	1 821
Övriga immateriella tillgångar	139	209	385	425	468	399	329	260
Materiella anläggningstillgångar	88	99	102	102	126	131	135	140
Övriga anläggningstillgångar	2	3	3	5	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	1 740	1 862	2 604	2 622	2 691	2 780	2 715	2 651
Varulager	879	942	1 077	1 129	1 233	1 351	1 399	1 441
Kundfordringar	790	834	855	950	1 042	1 013	1 049	1 081
Övriga omsättningstillgångar	78	54	26	2	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	67	85	90	139	182	200	200	200
Summa omsättningstillgångar	1 893	1 988	2 153	2 319	2 604	2 715	2 800	2 875
SUMMA TILLGÅNGAR	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 495	5 515	5 526
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 559	1 657	1 631	1 701	1 915	2 055	2 207	2 366
Minoritetsintressen	0	0	12	14	17	19	22	25
Summa eget kapital	1 559	1 657	1 643	1 715	1 932	2 074	2 229	2 391
Långfristiga räntebärande skulder	753	821	1 206	1 258	1 395	1 427	1 252	1 064
Övriga långfristiga skulder	26	24	65	43	43	43	43	43
Summa långfristiga skulder	868	941	1 727	1 683	1 775	1 807	1 632	1 444
Kortfristiga räntebärande skulder	307	266	274	270	284	284	284	284
Leverantörsskulder	497	580	583	609	584	579	600	618
Övriga kortfristiga skulder	18	26	23	46	46	46	46	46
Summa kortfristiga skulder	1 206	1 252	1 387	1 543	1 588	1 613	1 654	1 690
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 495	5 515	5 526

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Intäktstillväxt	-	3%	3%	6%	6%	5%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	32%	21%	18%	14%	5%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	N.m.	31%	21%	17%	7%	6%
EPS-tillväxt, justerad	-	12%	N.m.	43%	22%	18%	8%	8%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%
EBITDA-marginal	6,3%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	11,8%	12,0%	12,2%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	11,8%	12,0%	12,2%
EBIT-marginal	5,6%	6,0%	4,7%	5,7%	6,5%	7,2%	7,5%	7,7%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,7%	6,5%	7,2%	7,5%	7,7%
Vinst-marginal, justerad	4,1%	7,2%	2,9%	3,8%	4,4%	4,9%	5,1%	5,4%

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	-	11%	7%	10%	11%	12%	12%	12%
ROCE, justerad	-	9%	6%	7%	8%	9%	9%	10%
ROIC, justerad	-	9%	6%	7%	8%	9%	9%	10%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Varulager / totala intäkter	23%	24%	27%	26%	27%	28%	28%	28%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	21%	21%	22%	23%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / KSV	23%	25%	24%	24%	22%	21%	21%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	89%	103%	116%	109%	108%	107%	107%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	23%	23%	21%	24%	25%	25%	25%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,1x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,3x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	1 877	1 702	1 514
Soliditet	43%	43%	35%	35%	36%	38%	40%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	0,6x	0,6x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,6x
Nettoskuld / EBITDA	4,1x	3,8x	5,2x	4,2x	3,7x	3,3x	2,8x	2,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	5,68	6,26	4,31	6,16	7,49	8,87	9,58	10,4
EPS, justerad	5,61	6,26	4,31	6,16	7,49	8,87	9,58	10,4
FCF per aktie	4,85	6,59	3,76	11,8	6,52	12,9	14,7	15,8
Utdelning per aktie	2,50	3,00	1,50	3,00	3,40	3,75	4,00	4,50
Eget kapital per aktie	56,0	61,3	61,1	64,4	72,4	77,7	83,5	89,6
Antal aktier vid årets slut, m	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,7	26,7	26,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,7	26,7	26,7

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E, justerad	15,1x	17,0x	11,7x	19,7x	11,3x	9,6x	8,8x	8,2x
P/EK	1,5x	1,7x	0,8x	1,9x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	17,5x	16,2x	13,4x	10,3x	13,0x	6,5x	5,8x	5,4x
FCF-yield	6%	6%	7%	10%	8%	15%	17%	19%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	3,0%	2,5%	4,0%	4,4%	4,7%	5,3%
Utdelningsandel, justerad	44,6%	47,9%	34,8%	48,7%	45,4%	42,3%	41,7%	43,5%
EV/Sales	0,9x	1,0x	0,8x	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	13,7x	14,5x	9,0x	11,7x	8,2x	7,2x	6,6x	6,0x
EV/EBIT, justerad	15,3x	16,4x	16,9x	20,3x	13,8x	11,8x	10,6x	9,5x
EV	3 281	3 881	3 193	5 004	4 109	4 124	3 949	3 761
Aktiekurs	84,7	106,6	50,3	121,4	84,7	84,7	84,7	84,7

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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