



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Byggmaterial | Sverige | 28 oktober 2022

# Midway Holding

## Förändringsarbetet fortsätter i oförminskad skala

### Fortsatt stark organisk tillväxt och ytterligare ett förvärv under kvartalet...

Bortsett från Kanada, som såg en försvagning i slutet av kvartalet såg Midway ingen svaghet i marknaden – efterfrågan är bred och hög och bolaget växte omsättningen med 31% organiskt. Bolaget annonserade utöver detta sitt andra förvärv för året under kvartalet. Österrikiska EKRO Bausystems bidrar med ytterligare geografisk expansion och kommer att addera 150 mkr i årstakt (13% av omsättningen de senaste 12 månaderna).

### ...men marginalen är under viss press från högre kostnader

Rensat för kostnader relaterade till förvärv kontraherade EBITA-marginalen med 80 punkter i Q3. Något sämre produktmix och högre kostnader för till exempel el pressade marginalerna. Även om bolaget varnar för fortsatt marginalpress räknar vi fortfarande med högre marginaler 2023 jämfört med 2022 då Industrial Services har förbättrats samtidigt som förvärven kommer in.

### Marknaden verkar bortse från förändringen som bolaget genomgått

Det arbete som ledningen har gjort de senaste åren med renodling, fortsatt kostnadsfokus och strategiska förvärv fortsätter ge resultat. Vi höjer estimaten för 2023e och framåt med 10% då vi konsoliderar det nya förvärvet men behåller samtidigt vårt motiverade värde på 41-43 kr då multiplarna för peer-gruppen har kommit ned. Vi tycker inte att marknaden ger Midway den uppmärksamhet de borde ha fått för den förändring som de har genomfört men tror att det kommer att rätta till sig i takt med att bolaget fortsätter att leverera.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	41 - 43 kr	
Totala intäkter	1 246	2,6%	1 492	11,5%	Totala intäkter	863	1 246	1 492	1 561	Aktiekurs	25,5 kr
EBIT, just.	134	-8,8%	184	10,0%	Intäkstillväxt	47%	44%	20%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	4,1	0,0%	5,4	10,2%	EBITDA, just.	134	248	320	341	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	70	134	184	198			
Q4 - rapport	08 februari 2023			EPS, just.	2,1	4,1	5,4	5,8	<b>Intressekonflikter</b>		
Q1 - rapport	25 april 2023			EPS-tillväxt	5670%	93%	31%	8%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	19,7	23,2	27,6	31,6	Yes	No	
Antal aktier	27			Utdelning per aktie	0,8	0,7	1,0	1,7	Likviditetsgarant	✓	
Börsvärde	697			EBIT-marginal	8,1%	10,8%	12,3%	12,7%	Certified adviser	✓	
Nettoskuld	180			ROE, just.	11,5%	19,1%	21,1%	19,5%	Transaktioner 12m	✓	
EV	876			ROCE, just.	2,9%	4,2%	4,7%	4,9%			
Free float	38%			EV/Sales	0,8x	0,7x	0,5x	0,5x			
Daglig handelsvolym, snitt	8(k)			EV/EBITDA	5,5x	3,5x	2,6x	2,1x			
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	10,5x	6,5x	4,4x	3,7x			
Markus Almerud				P/E, just.	11,1x	6,2x	4,8x	4,4x			
markus.almerud@penser.se				P/EK	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x			
				Direktavkastning	3,2%	2,5%	3,9%	6,8%			
				FCF yield	9%	10%	22%	30%			
				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,7x	0,4x	0,1x			

## Kvartalet i korthet

Midway såg åter igen en stark organisk försäljningstillväxt med 31% organisk tillväxt. Safe Access Solutions, som växte försäljningen med 29% organiskt, såg en hög efterfrågan inom samtliga kategorier och marknader utom i Kanada som såg en viss avmattning mot slutet av kvartalet. Sverige och Storbritannien såg en stark utveckling medan Norge såg en fortsatt hög nivå. I Sverige var efterfrågan jämnt bred och stark från alla segment, inklusive från byggsektorn. Storbritannien ser efterfrågan stiga nu när pandemirestriktionerna har slopats. Den organiska tillväxten i Industrial Services var 36%.

Förvärv adderade 9% till omsättningen. Bidraget kommer att öka kommande kvartal då EKRO Bausystems, med en omsättning på 150 mkr (Midways omsättning var 863 mkr 2021) konsoliderades 4 oktober.

Råmaterialpriserna är fortsatt höga och då det finns en eftersläpning med prishöjningar som genomförts för att kompensera samtidigt som produktmixen hade en negativ påverkan kontraherade bruttomarginalen med 100 punkter. EBITA-marginal kontraherade med 260 punkter men inkluderade förvärvsrelaterade kostnader om 5 mkr. Skulle man rensa för dessa såg vi bara 80 punkters kontraktion vilket kan förklaras med ovan nämnda faktorer. Bolaget varnar för fortsatt marginalpress framöver.

## 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.

Tabell 1: Peer-grupp-värdering

Bolag	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e
Alimak Group	15%	10%	8%	35%	32%	32%	12%	13%	14%	26%	-6%	16%
Balco	18%	-2%	5%	24%	22%	22%	10%	9%	10%	6%	-3%	15%
Lindab	25%	-4%	1%	29%	29%	28%	11%	10%	11%	11%	-21%	12%
Nordic Waterproofing	18%	-4%	2%	27%	27%	27%	10%	10%	10%	25%	-12%	5%
<b>Medel</b>	<b>19%</b>	<b>0%</b>	<b>4%</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>-11%</b>	<b>12%</b>
<b>Median</b>	<b>18%</b>	<b>-3%</b>	<b>4%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>18%</b>	<b>-9%</b>	<b>14%</b>
<i>Midway (EPB est)</i>	<i>47%</i>	<i>44%</i>	<i>20%</i>	<i>32%</i>	<i>35%</i>	<i>36%</i>	<i>8%</i>	<i>11%</i>	<i>12%</i>	<i>nm</i>	<i>93%</i>	<i>32%</i>

Bolag	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e
Alimak Group	1,0x	0,9x	0,9x	8,5x	7,2x	6,0x	9,1x	9,7x	8,4x	1,4x	0,9x	0,5x
Balco	1,0x	1,0x	0,9x	9,9x	10,3x	9,1x	10,8x	11,1x	9,7x	0,5x	0,1x	-0,2x
Lindab	1,0x	1,1x	1,1x	9,1x	11,3x	10,1x	9,2x	11,7x	10,4x	1,4x	0,9x	0,4x
Nordic Waterproofing	1,0x	1,1x	1,0x	10,1x	11,0x	10,6x	10,0x	11,3x	10,7x	1,6x	1,3x	1,0x
<b>Medel</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>9,4x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,9x</b>	<b>9,8x</b>	<b>10,9x</b>	<b>9,8x</b>	<b>1,2x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,4x</b>
<b>Median</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>9,5x</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,6x</b>	<b>9,6x</b>	<b>11,2x</b>	<b>10,0x</b>	<b>1,4x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,5x</b>
<i>Midway (EPB est)</i>	<i>0,8x</i>	<i>0,6x</i>	<i>0,5x</i>	<i>10,5x</i>	<i>5,9x</i>	<i>3,9x</i>	<i>11,1x</i>	<i>6,2x</i>	<i>4,7x</i>	<i>0,7x</i>	<i>0,4x</i>	<i>0,1x</i>

Källa: Factset, EPB

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 260	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	0,0%
Nuvärdet av terminalvärde	767	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>2 027</b>	Småbolagspremie	2,0%	Terminalvärdets andel av EV	38%
Nettoskuld, senast rapporterad	327	Extra risk-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	0,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>	Capex, % av omsättning	3,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 700</b>			Rörelsekapital, % av omsättning	10%
Antal utstående aktier, full utspädning	27			Skattesats	3%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>62,2</b>				

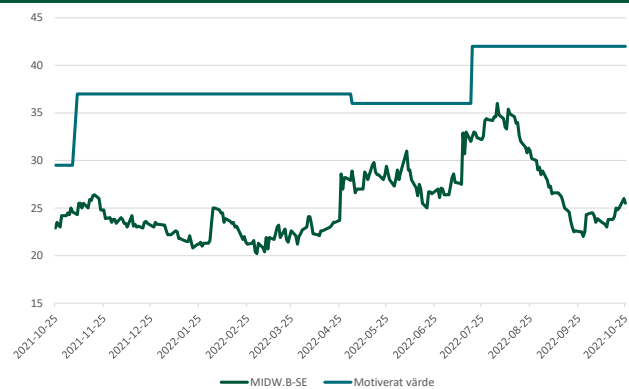
Källa: EPB

Tabell 3: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	9,0%	67	69	73	76	81	WACC	9,0%	47	60	73	85	98
	9,5%	62	64	67	70	74		9,5%	44	55	67	79	90
	10,0%	58	60	62	65	68		10,0%	41	52	62	73	83
	10,5%	55	56	58	60	63		10,5%	39	49	58	68	77
	11,0%	51	53	54	56	58		11,0%	37	46	54	63	72

Källa: EPB

Diagram 1: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

## Investment case

Midway är ett investmentbolag som successivt genomfört en metamorfos till att bli ett fokuserat 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 har följts av franska Novakorp i Q3 och österrikiska EKRO Bausystems. Efter ett stort försäljningstapp 2020 följt av en viss återhämtning under 2021 ser vi framför oss en betydligt ljusare framtid under kommande år.

## Bolagsbeskrivning

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.

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.

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 cyklicaliteten och ge HAKI förutsättningar att visa jämnare tillväxt över tid.

## 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 de senast genomförda förvärven.

## Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>588</b>	<b>863</b>	<b>1 246</b>	<b>1 492</b>	<b>1 561</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>588</b>	<b>863</b>	<b>1 246</b>	<b>1 492</b>	<b>1 561</b>
Kostnad sålda varor	-415	-587	-813	-950	-988
<b>Bruttovinst</b>	<b>173</b>	<b>277</b>	<b>433</b>	<b>542</b>	<b>572</b>
Övriga rörelsekostnader	-98	-143	-185	-221	-232
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>75</b>	<b>134</b>	<b>248</b>	<b>320</b>	<b>341</b>
Avskrivningar	-58	-64	-114	-137	-143
<b>EBIT, justerad</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>134</b>	<b>184</b>	<b>198</b>
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>134</b>	<b>184</b>	<b>198</b>
Finansiella poster	-18	8	15	12	13
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1</b>	<b>78</b>	<b>150</b>	<b>196</b>	<b>211</b>
Skatter	1	-20	-38	-49	-53
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>58</b>	<b>112</b>	<b>146</b>	<b>158</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1</b>	<b>58</b>	<b>112</b>	<b>146</b>	<b>158</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	17	70	134	184	198
Övriga kassaflödespåverkande poster	-21	8	15	12	13
Förändringar i rörelsekapital	64	-29	-93	-60	-17
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>118</b>	<b>101</b>	<b>133</b>	<b>223</b>	<b>284</b>
Investeringar	-91	-110	-48	-58	-60
Övriga poster	51	82	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>73</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>151</b>	<b>208</b>
Utdelningar	0	0	-18	-27	-47
Förvärv	0	-111	-90	0	0
Förändringar av lån	-119	43	179	-60	-94
Övriga poster	40	21	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-6</b>	<b>7</b>	<b>90</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>30</b>	<b>91</b>	<b>180</b>	<b>120</b>	<b>26</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Goodwill	29	216	306	306	306
Övriga immateriella tillgångar	15	42	42	42	42
Materiella anläggningstillgångar	181	170	170	170	170
Övriga anläggningstillgångar	3	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>329</b>	<b>512</b>	<b>602</b>	<b>602</b>	<b>602</b>
Varulager	169	268	387	463	484
Kundfordringar	126	145	209	250	262
Övriga omsättningstillgångar	0	3	3	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	33	40	130	130	130
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>341</b>	<b>472</b>	<b>750</b>	<b>870</b>	<b>904</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 352</b>	<b>1 473</b>	<b>1 506</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	471	540	634	753	863
<b>Summa eget kapital</b>	<b>471</b>	<b>540</b>	<b>634</b>	<b>753</b>	<b>863</b>
Långfristiga räntebärande skulder	40	45	224	164	70
Övriga långfristiga skulder	8	82	82	82	82
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>47</b>	<b>127</b>	<b>306</b>	<b>246</b>	<b>152</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	23	86	86	86	86
Leverantörsskulder	49	101	146	175	183
Övriga kortfristiga skulder	79	130	180	213	222
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>151</b>	<b>317</b>	<b>412</b>	<b>474</b>	<b>491</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>669</b>	<b>984</b>	<b>1 352</b>	<b>1 473</b>	<b>1 506</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	47%	44%	20%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	78%	85%	29%	6%
EBIT-tillväxt, justerad	-	314%	93%	37%	8%
EPS-tillväxt, justerad	-	5670%	93%	31%	8%
Bruttomarginal	29,4%	32,1%	34,8%	36,3%	36,7%
EBITDA-marginal	12,8%	15,5%	19,9%	21,5%	21,8%
EBITDA-marginal, justerad	12,8%	15,5%	19,9%	21,5%	21,8%
EBIT-marginal	2,9%	8,1%	10,8%	12,3%	12,7%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	8,1%	10,8%	12,3%	12,7%
Vinst-marginal, justerad	-	9,2%	9,0%	9,8%	10,1%

Källa: EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	12%	19%	21%	20%
ROCE, justerad	-	3%	4%	5%	5%
ROIC, justerad	-	12%	19%	22%	22%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	29%	31%	31%	31%	31%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	17%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	12%	17%	18%	18%	19%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	154%	222%	223%	214%	212%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	23%	24%	24%	24%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,3x	1,3x	1,5x	1,5x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	30	91	180	120	26
Soliditet	70%	55%	47%	51%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	0,1x	0,2x	0,3x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	0,4x	0,7x	0,7x	0,4x	0,1x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,04	2,13	4,10	5,36	5,78
EPS, justerad	-0,04	2,13	4,10	5,36	5,78
FCF per aktie	2,66	2,11	2,66	5,52	7,62
Utdelning per aktie	0,00	0,75	0,65	1,00	1,73
Eget kapital per aktie	17,2	19,7	23,2	27,6	31,6
Antal aktier vid årets slut, m	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3

Källa: EPB

## Värdering

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-452,0x	11,1x	6,2x	4,8x	4,4x
P/EK	1,0x	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x
P/FCF	6,5x	11,1x	9,6x	4,6x	3,3x
FCF-yield	15%	9%	10%	22%	30%
Direktavkastning	0,0%	3,2%	2,5%	3,9%	6,8%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	35,3%	15,9%	18,7%	30,0%
EV/Sales	0,9x	0,8x	0,7x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	6,7x	5,5x	3,5x	2,6x	2,1x
EV/EBIT, justerad	29,8x	10,5x	6,5x	4,4x	3,7x
EV	501	733	876	817	723
Aktiekurs	17,3	23,5	25,5	25,5	25,5

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