



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Service | Sverige | 29 november 2022

Tempest Security

Fortsatt förbättrad lönsamhet

Omsättningen och vinsten fortsätter att öka

Både omsättning och EBITDA fortsatte att öka i Q3, framför allt drivet av förvärv och Särskilda Tjänsters acceleration i USA. Den underliggande efterfrågan är fortsatt god och det ändrade säkerhetsläget ökar villigheten att köpa säkerhetstjänster. Marginalen i Bevakning pressades av svårigheter att nyrekrytera kompetent personal, vilket ökade kostnader för övertid medan förbättringar i Danmark och USA drev marginalen i Särskilda Tjänster.

Förvärv och fortsatt positiv mix ska driva marginalerna mot 10%

EBITDA-marginalen fortsatte att expandera men är fortfarande långt från marginalmålet på 10%. Det är framför allt mix som ska driva marginalen mot målet – Särskilda Tjänster står tillfället för 30% av omsättningen medan Bevakning står för 70%. Bevakning har lägre marginaler och kommer enligt vår bedömning att fortsätta att minska som andel av försäljningen. Målet, som ska uppfyllas genom framför allt förvärv, är att försäljningen ska vara jämnt fördelad mellan de två 2025.

Fortsatt tillväxt i USA och nya förvärv kan driva aktien

USA-etableringen har tagit längre än vad vi hade hoppats. Efter förvärvet av DSS i början av 2022 och den efterföljande omorganiseringen har USA tagit fart och vi ser att denna trend ska fortsätta. Förvärvsaktiviteten har dessutom varit lägre än vad vi hade önskat, men vi ser det som tillfälligheter och en tajming-fråga, och hoppas på förvärv i närtid. Vi tror att både förvärv och fortsatt acceleration av USA är triggers för aktiekursen. Vi lämnar estimaten i stort oförändrade efter rapporten och behåller vårt motiverade värde på 55-57 kr.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	55 - 57 kr												
Totala intäkter	435	0,0	530	0,0	Totala intäkter	340	435	530	621	Aktiekurs	18,0 kr												
EBITDA, just.	34	0,0	56	0,0	Intäktstillväxt	13%	28%	22%	17%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	1,2	-1,8	2,6	-0,9	EBITDA, just.	6	34	56	75	Kursutveckling 12 mån													
Kommande händelser					EBIT, just.	-3	21	41	57														
Q4 - rapport	23 februari 2023				EPS, just.	-0,3	1,2	2,6	3,7	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																					
Likviditetsgarant	✓																						
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m	✓																						
Q1 - rapport	25 maj 2023				EPS-tillväxt	N.m.	>100%	>100%	42%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	5,3	7,2	10,4	15,0														
Antal aktier	10m				EBIT-marginal	Neg.	4,1%	7,7%	9,2%														
Börsvärde	189				ROE, just.	Neg.	20,6%	29,5%	29,0%														
Nettoskuld	6				ROCE, just.	Neg.	21,0%	31,9%	33,9%														
EV	195				EV/Sales	1,0x	0,4x	0,3x	0,2x														
Free float	38%				EV/EBITDA	53,2x	5,7x	2,8x	1,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	8k				EV/EBIT	-	9,3x	3,8x	1,8x														
Bloomberg Ticker	TSEC SS EQUITY				P/E, just.	-	14,4x	6,9x	4,9x														
Analytiker					P/EK	6,5x	2,5x	1,7x	1,2x														
					FCF yield	0%	12%	25%	33%														
					Nettoskuld/EBITDA	-2,7x	0,2x	-0,6x	-1,1x														

Markus Almerud

markus.almerud@penser.se

Investment case

En snabb omvandling av arbetsliv och samhälle i kombination med en stadig ökning av antalet anmälda brott i Sverige gör att rättsvårdande myndigheter inte förmår ge den trygghet och säkerhet som förväntas. Som en kompletterande och överlappande aktör blir därför säkerhetsbranschen en allt viktigare spelare. Säkerhetsbranschen som helhet beräknas växa med 7% per år i genomsnitt. Rådgivning växer snabbast medan Bevakning (inklusive Parkering) växer långsammast.

Tempest Security har som målsättning att växa till en miljard i omsättning med 10% EBITDA-marginal 2025, vilket innebär mer än en tredubbling från 300 mkr 2020. Tillväxten ska komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv – vi räknar med 400-450 mkr i förvärvad tillväxt de kommande fem åren. Sedan målet sattes har Tempest etablerat verksamhet inom Särskilda Tjänster i USA och vi ser denna etablering som potentiellt transformativ för bolaget, med en estimerad omsättning på 250 mkr om fem år och en EBITDA-marginal på runt 15%.

Enligt våra beräkningar reflekterar aktien varken förvärven fullt ut eller USA-etableringen. Även utan förvärv, och innan vi adderat USA-etableringen, räknar vi med en fördubbling av omsättningen, men räknar med en marginal under 10% eftersom de koncerngemensamma kostnaderna tynger. Vi ser ett värde på 25 kr per aktieför den ursprungliga verksamheten, med redan gjord M&A på ytterligare 12 kr. Vi värderar vidare Särskilda Tjänsters USA-verksamhet till 20 kr och ser därtill cirka 14 kr i potential från kommande förvärv. Nyheter från USA-satsningen och ytterligare förvärv är med andra ord kritiska för aktiens utveckling.

Bolagsprofil

Tempest Security är en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar. Bolaget har fyra verksamhetsområden:

- Bevakning som erbjuder traditionella bevakningstjänster
- Särskilda Tjänster som erbjuder tjänster som personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet
- Teknik som erbjuder projektering och service av kameraövervakningssystem, larm- och passagesystem samt
- Övervakning som är Tempests larmcentral

Bolaget hade 300 mkr i omsättning 2020.

Värdering

En signifikant del av målet om en miljard i omsättning 2025 ska uppnås via förvärv (vi räknar med förvärv på 300-400 mkr). Vidare har bolaget etablerat Särskilda Tjänster i USA sedan målsättningarna sattes. Vi tror att etableringen kan vara transformativ och vår värdering måste även ta in detta. Vi använder därför SOTP som vår huvudvärderingsmetod. Då målen är satta på EBITDA använder vi EV/EBITDA på 2025e och nuvärdesberäknar värdena. Vi använder EV/EBITDA 8x för Bevakning, 9-10x för Särskilda Tjänster och 10x för de koncerngemensamma kostnaderna.

Motiverat värde

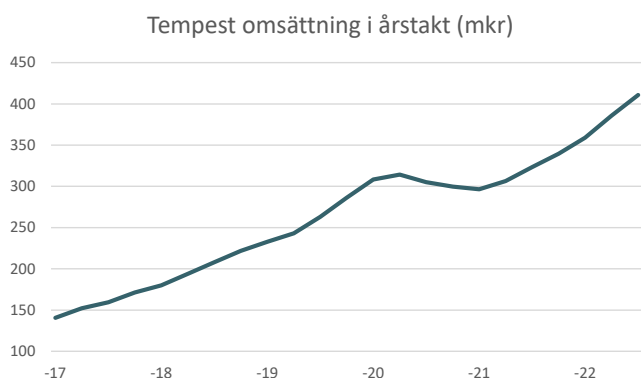
55-57 kr

Kvartalet i korthet

Drivet av förvärv växte omsättningen med 29% i kvartalet och omsättningen i årstakt fortsatte växa (Diagram 1). Enligt våra beräkningar var den organiska tillväxten ca 8% och drevs primärt av Särskilda Tjänster. Den underliggande efterfrågan är fortsatt god, och det förändrade säkerhetsläget ökar villigheten att köpa säkerhetstjänster.

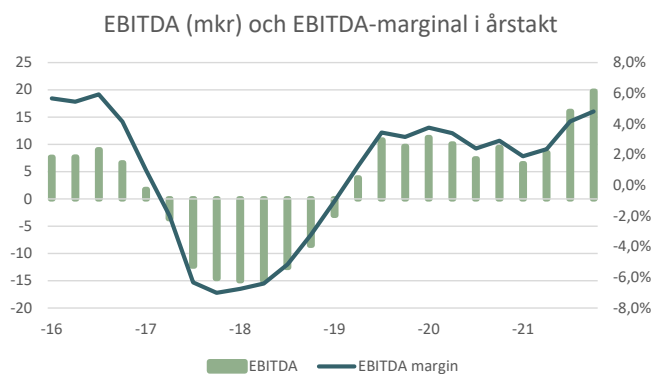
Efter att ha varit under press under pandemin har resultatet åter börjat växa (Diagram 2). Drivkrafterna har skilt sig mellan kvartalen – i Q3 var Särskilda Tjänster den främsta drivkraften, medan Bevakning pressades av svårigheter att nyrekrytera kompetent personal, vilket ledde till kraftigt ökad övertid på vissa uppdrag. Vi ser dock det som positivt att både trenderna för omsättning och EBITDA fortsätter förbättras.

Diagram 1: Omsättningen fortsätter att växa...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...vilket driver EBITDA

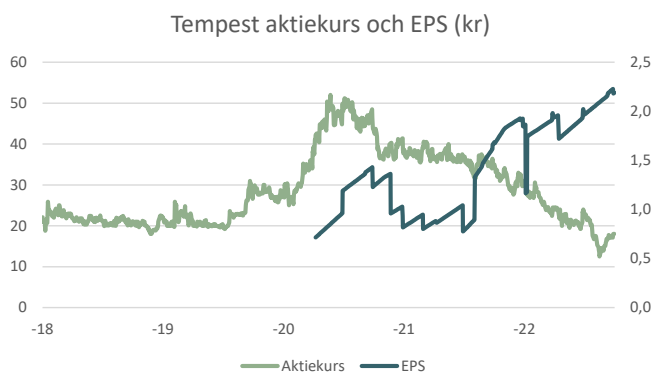


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

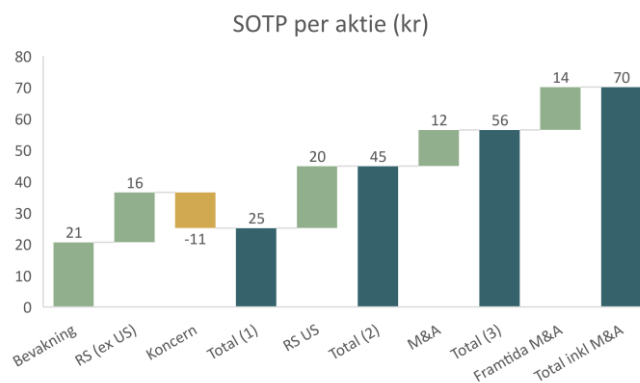
Trots att vinsttrenden har stigit kraftigt sedan mitten av 2021 har aktien fortsatt falla (Diagram 3). Vi värderar de olika komponenterna separat för att kunna illustrera drivkrafterna på ett bra sätt, samt att det möjliggör ett synliggörande av optionaliteten. Vi värderar verksamheterna till 8-10x EBITDA och når ett värde på verksamheten, exklusive Särskilda Tjänster i USA, på 25 kr per aktie med redan gjord M&A på ytterligare 12 kr per aktie. Utöver detta ser vi ett värde på USA-satsningen på 20 kr samt ytterligare 14 kr i värde från förvärv som inte redan gjorts. Vi ser framtida förvärv som optionalitet och totalt ser vi 56 kr i värde exklusive kommande M&A och 70 kr inklusive (Diagram 4). Vår DCF visar ett värde på 62 kr (Tabell 1-2).

Diagram 3: Vinsttrenden och aktiekursen har fortsatt divergera



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: 56 kr i vår SOTP



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	436	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	240	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	676	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	24	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-4,3%
Eget kapital	652			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	10,5				
Eget kapital per aktie	62				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
13,0%	64	67	69	72	75	13,0%	48	58	69	80	90
13,5%	61	63	65	68	71	13,5%	46	56	65	75	85
14,0%	58	60	62	64	67	14,0%	44	53	62	71	80
14,5%	56	57	59	61	63	14,5%	42	51	59	68	76
15,0%	53	55	56	58	60	15,0%	41	49	56	64	72

Källa: EPB

Diagram 5: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	134	171	222	286	300	340	435	530	621
Totala rörelsekostnader	-127	-175	-238	-289	-287	-343	-404	-474	-546
EBITDA	8	-3	-16	-3	13	-3	31	56	75
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	1	-10	-3	0	0
EBITDA, justerad	8	-3	-16	-3	11	6	34	56	75
Totala avskrivningar	-3	-3	-9	-9	-9	-9	-13	-15	-18
EBITA, justerad	5	(6)	(25)	(12)	3	(3)	21	41	57
EBIT	5	-6	-25	-12	4	-13	18	41	57
EBIT, justerad	5	-6	-25	-12	3	-3	21	41	57
Finansnetto	0	0	-1	-2	-1	-1	-2	-2	-2
Resultat före skatt	5	-6	-26	-13	3	-14	16	39	56
Resultat före skatt, justerad	5	-6	-26	-13	1	-4	19	39	56
Total skatt	-1	1	0	1	-1	0	-5	-9	-12
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	2	-1	-3	-5
Nettoresultat	4	-5	-26	-13	1	-13	10	27	39
Nettoresultat, justerad	4	-5	-26	-13	0	-3	13	27	39

Källa: Tempest Security, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	5	-6	-25	-12	4	-13	18	41	57
Övriga kassaflödesposter	1	3	7	7	4	12	8	9	8
Förändringar i rörelsekapital	2	10	6	3	7	5	1	4	4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	7	-13	-2	15	4	26	53	69
Investeringar	0	-1	-2	-3	0	-2	-2	-3	-3
Fritt kassaflöde	5	5	-16	-5	13	2	22	48	63
Utdelningar	0	-6	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	40	19	16	0	33	12	0	0
Förvärv	0	-3	-27	-2	-4	-31	-22	0	0
Förändringar av lån	0	-2	7	-13	-7	-8	0	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	1	2	0	0	0
Kassaflöde	6	30	-18	-4	4	-2	3	38	52
Nettoskuld	-17	-47	3	6	4	9	6	-32	-84

Källa: Tempest Security, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1	13	32	32	32	69	91	91	91
Övriga immateriella tillgångar	2	2	2	2	3	2	2	2	2
Materiella anläggningstillgångar	5	4	5	4	4	5	5	5	5
Övriga anläggningstillgångar	0	2	3	3	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	8	21	75	73	72	113	135	135	135
Varulager	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	21	27	27	39	30	49	63	76	89
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	2	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	17	47	29	25	29	27	30	68	120
Summa omsättningstillgångar	44	80	69	74	73	83	102	155	222
SUMMA TILLGÅNGAR	52	101	144	148	145	197	237	290	357
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	8	32	28	31	32	53	76	106	150
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-1	0	3	8
Summa eget kapital	8	32	28	31	32	51	75	109	157
Övriga långfristiga skulder	2	1	9	3	0	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	2	1	36	28	26	30	30	30	30
Leverantörsskulder	3	6	11	8	7	12	11	13	16
Övriga kortfristiga skulder	1	1	1	1	0	2	2	2	2
Summa kortfristiga skulder	41	68	80	88	87	115	131	151	169
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	52	101	144	148	145	197	237	290	357

Källa: Tempest Security, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	28%	29%	29%	5%	13%	28%	22%	17%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	81%	>100%	N.m.	>100%	66%	33%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	55%	>100%	N.m.	>100%	96%	40%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	50%	99%	N.m.	>100%	>100%	42%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	5,6%	Neg.	Neg.	Neg.	4,2%	Neg.	7,1%	10,6%	12,0%
EBITDA-marginal, justerad	5,6%	Neg.	Neg.	Neg.	3,7%	1,9%	7,8%	10,6%	12,0%
EBIT-marginal	3,8%	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%	Neg.	4,1%	7,7%	9,2%
EBIT-marginal, justerad	3,8%	Neg.	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	4,8%	7,7%	9,2%
Vinst-marginal, justerad	2,8%	44,6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	5,1%	6,2%

Källa: Tempest Security, EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21%	29%	29%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	Neg.	21%	32%	34%
ROIC, justerad	Neg.	52%	Neg.	Neg.	7%	Neg.	29%	51%	76%

Källa: Tempest Security, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	1%	0%	-	-	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	16%	16%	12%	14%	10%	14%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	33%	39%	34%	31%	30%	34%	32%	32%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-21%	-16%	-12%	-12%	-15%	-12%	-10%	-9%
Kapitalomsättningshastighet	17,2x	5,3x	3,7x	4,6x	4,6x	3,9x	3,9x	3,7x	3,2x

Källa: Tempest Security, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-17	-47	3	6	4	9	6	-32	-84
Soliditet	15%	32%	19%	21%	22%	26%	32%	38%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	-2,2x	-1,5x	0,1x	0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	-0,3x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	14,9x	-0,2x	-2,0x	0,3x	-2,7x	0,2x	-0,6x	-1,1x

Källa: Tempest Security, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,42	-0,62	-2,88	-1,43	0,14	-1,29	0,95	2,60	3,68
EPS, justerad	0,42	-0,62	-2,88	-1,43	-0,02	-0,29	1,25	2,60	3,68
FCF per aktie	0,59	0,60	-1,79	-0,55	1,43	0,17	2,08	4,58	6,02
Eget kapital per aktie	0,88	3,61	3,12	3,50	3,58	5,26	7,19	10,4	15,0
Antal aktier vid årets slut, m	8,89	8,89	8,89	8,89	8,89	9,77	10,5	10,5	10,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	8,89	8,89	8,89	8,89	8,89	9,77	10,5	10,5	10,5

Källa: Tempest Security, EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,4x	6,9x	4,9x
P/EK	Neg.	4,8x	6,8x	8,6x	10,5x	6,5x	2,5x	1,7x	1,2x
P/FCF	Neg.	28,9x	Neg.	Neg.	26,2x	202,4x	8,7x	3,9x	3,0x
FCF-yield	Neg.	3%	Neg.	Neg.	4%	0%	12%	25%	33%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	0,6x	0,9x	1,0x	1,1x	1,0x	0,4x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,0x	53,2x	5,7x	2,8x	1,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	130,5x	Neg.	9,3x	3,8x	1,8x
EV	Neg.	108	191	273	337	342	195	157	105
Aktiekurs	-	17,4	21,2	30,0	37,5	34,1	18,0	18,0	18,0

Källa: Tempest Security, EPB

Disclosure

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 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 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