



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 06 februari 2023

Bergman & Beving

Räknar med fortsatt marginalexpansion

Ingen påverkan på efterfrågan för slutkunderna

Även om den organiska tillväxten är fortsatt negativ i kvartalet (-3%) på grund av kunders minskade säkerhetslager och fortsatt utfasning av olönsamma produkter är efterfrågan fortsatt opåverkad. Utfasningen borde fortsätta under 2023, men effekten borde avta successivt under året. De har gjort fyra förvärv under räkenskapsåret och vi tror att antalet förvärv kan accelerera under året då ett antal dialoger som pausades i höstas på grund av konjunkturoren har återupptagits.

Tror på fortsatt marginalexpansion

Marginalen fortsatte expandera 110 punkter i kvartalet då gjorda förvärv i kombination med bättre resultat i flera dotterbolag fortsatte att ha en positiv effekt på resultatet. Det finns mer att göra i dotterbolagen och flera av förvärven som har kommit in har bättre marginaler än genomsnittet i koncernen och vi bedömer att marginaltrenden kommer fortsätta. Ungefär hälften av resultatet som förlorades i IT-attacken förra kvartalet är nu återvunnet.

Små förändringar i rörelseresultatet, men högre finansieringskostnader

Den organiska tillväxten var något lägre än vad vi hade väntat oss, vilket påverkar rörelseresultatet något negativt i absoluta tal. Finansieringskostnaden har dock ökat och vi sänker EPS för 2024-25e med 7%. Med bättre kassaflöden höjer vi dock vårt motiverade värde något till 132-134 kr (130-132). Efter kursens återhämtning under slutet av 2022 och början av 2023 har kursen och vinsttrenden konvergerat. Multiplarna är i linje med genomsnittet de senaste åren, men i takt med att de fortsätter leverera på sina mål och att antalet förvärv accelererar, anser vi att multipelgapet mot de förvärvsbolag där bolaget har sin historik kan minska.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk															
	23e	24e	25e		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	132 - 134 kr												
Totala intäkter	-1,5%	-1,4%	-1,4%	Totala intäkter	4 575	4 755	4 927	5 075	Aktiekurs	124 kr												
EBIT, just.	-3,0%	-0,4%	-0,5%	Tillväxt	6%	4%	4%	3%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-10,2%	-7,3%	-6,5%	EBITDA, just.	503	559	598	624	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
Kommande händelser			EBIT, just.	298	338	372	394															
			EPS, just.	7,5	8,0	8,9	9,7															
Q4 - rapport	12 maj 2023		EPS-tillväxt	22%	6%	12%	9%															
Q1 - rapport	14 juli 2023		EK/aktie	72,4	76,8	81,9	87,3															
Bolagsfakta (mkr)			Utdelning per aktie	3,4	3,8	4,0	4,5	<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		✓																				
Antal aktier	27m		EBIT-marginal	6,5%	7,1%	7,6%	7,8%															
Börsvärde	3 278		ROE, just.	11,0%	10,7%	11,2%	11,4%															
Nettoskuld	1 873		ROCE, just.	8,0%	8,4%	9,1%	9,6%															
EV	5 199		EV/Sales	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x															
Free float	83%		EV/EBITDA	11,2x	9,3x	8,4x	7,8x															
Daglig handelsvolym, snitt	18k		EV/EBIT	18,8x	15,4x	13,6x	12,4x															
Bloomberg Ticker	BERGB SS EQUITY		P/E, just.	18,9x	15,5x	13,9x	12,8x															
Analytiker			P/EK	2,0x	1,6x	1,5x	1,4x	Likviditetsgarant ✓ Certified adviser ✓ Transaktioner 12m ✓														
			Direktavkastning	2,4%	3,0%	3,2%	3,6%															
			Nettoskuld/EBITDA	3,7x	3,4x	3,0x	2,6x															
Örjan Rödén																						
orjan.roden@penser.se																						

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 sålde 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. Värderingen är sedan underbyggd med en DCF-analys med WACC 8%, långsiktig marginal på 8% och långsiktig tillväxt på 3%.

Motiverat värde

132-134 kr

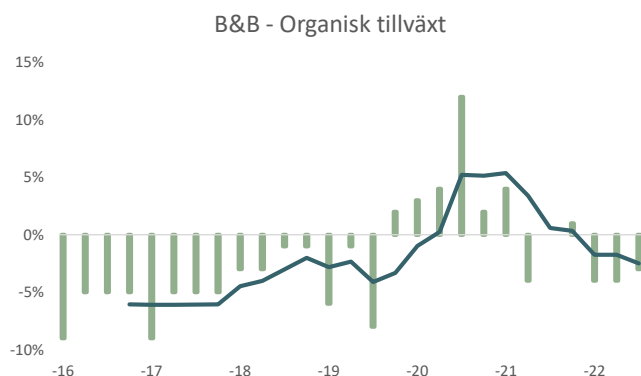
Kvartalet i korthet

Efterfrågan för Bergman & Beving (B&B) slutkunder har inte påverkats i någon nämnvärd omfattning av osäkerheten inom bygg- och industrisektorerna. Däremot har flera kunder minskat sina säkerhetslager då försörjningskedjorna fungerar bättre och samtidigt fortsatte B&B att fasa ut olönsamma produkter, vilket ledde till fortsatt negativ organisk tillväxt (Diagram 1). Utfasningen borde fortsätta under kalenderåret 2023, men påverkan borde vara mindre under 2023 än under 2022.

B&B har gjort fyra förvärv hittills under räkenskapsåret, varav det senaste i fredags. De strävar efter att göra 4-6 förvärv per år och ligger därmed i linje med ambitionen. Dock förde de ett antal dialoger i höstas som pausades på grund av oron för vart konjunkturen var på väg. En del av dessa har nu återupptagits och vi skulle inte utesluta en acceleration av antalet förvärv framöver.

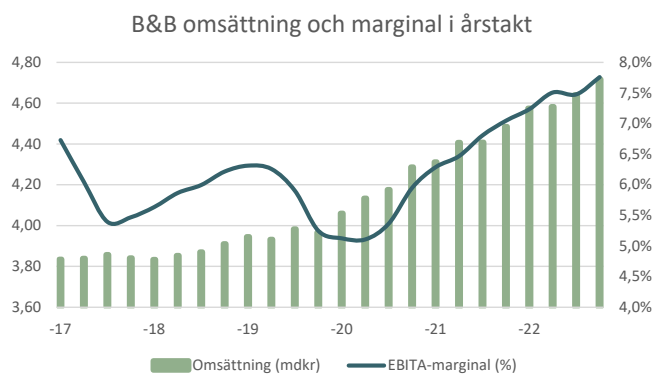
Marginalen fortsatte expandera (Diagram 2), dels på grund av bättre resultat i dotterbolagen och dels på grund av förvärv. Det finns mer att göra i dotterbolagen och vi bedömer att marginaltrenden kommer fortsätta. Ungefär hälften av resultatet som förlorades i IT-attacken förra kvartalet är nu återvunnet.

Diagram 1: Organisk tillväxt fortsatt negativ...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...men marginalen expanderar igen

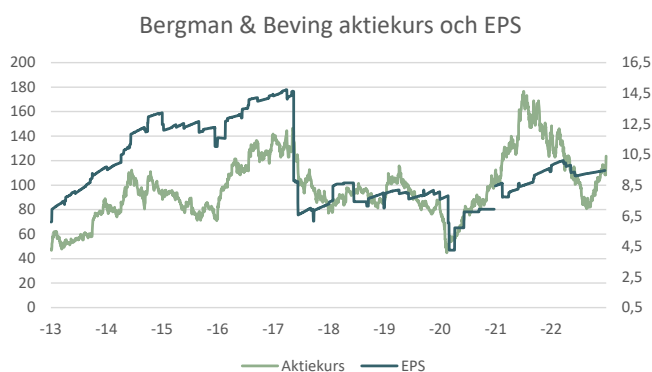


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

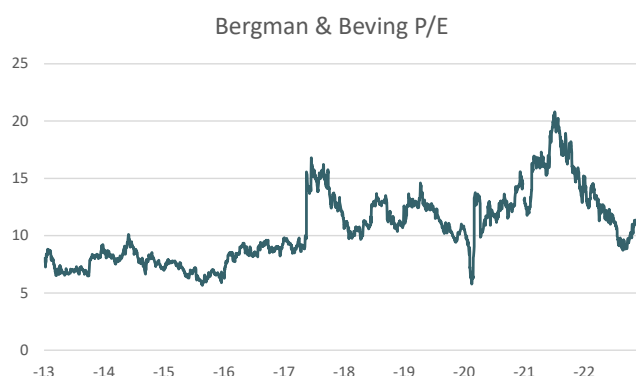
Aktien har återhämtat sig från botten är nu i fas med vinsttrenden (Diagram 3). Däremot ser vi inte värderingen som ansträngd – den är i linje med genomsnittet de senaste åren. Vi bedömer att aktien kan se en omvärdering mot förvärvsbolagen i takt med att tillskottet från förvärv accelererar kommande år.

Diagram 3: Vinsttrend och aktiekurs har konvergerat...



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: ...och multiplarna har normaliserats



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 972	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	1 883	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	4 855	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 873	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	29,0%
Eget kapital	2 982			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	27				
Eget kapital per aktie	112				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

Infoga innehåll här

		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%	152	162	173	187	204	WACC	8,0%	128	151	173	196	218
	9,0%	124	131	138	146	157		9,0%	102	120	138	156	174
	10,0%	103	108	112	118	125		10,0%	83	98	112	127	142
	11,0%	87	90	93	97	101		11,0%	69	81	93	105	117
	12,0%	73	76	78	81	84		12,0%	58	68	78	88	99

Källa: EPB

Resultaträkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoomsättning	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 755	4 927	5 075
Totala intäkter	3 833	3 945	4 060	4 311	4 575	4 755	4 927	5 075
Kostnad sålda varor	-2 196	-2 280	-2 388	-2 573	-2 625	-2 729	-2 827	-2 912
Bruttoresultat	1 640	1 676	1 699	1 753	1 961	2 038	2 112	2 175
Övriga rörelsekostnader	-1 401	-1 409	-1 346	-1 327	-1 458	-1 479	-1 514	-1 551
EBITDA	241	267	353	426	503	559	598	624
Jämförelsestörande poster	2	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	239	267	353	426	503	559	598	624
Avskrivningar	-25	-31	-164	-179	-205	-221	-226	-230
EBITA, justerad	214	236	189	247	298	338	372	394
EBIT	216	236	189	247	298	338	372	394
EBIT, justerad	214	236	189	247	298	338	372	394
Finansnetto	-24	-20	-34	-35	-39	-62	-65	-60
Resultat före skatt	192	216	155	212	259	275	307	334
Resultat före skatt, justerad	190	216	155	212	259	275	307	334
Total skatt	-34	-47	-39	-46	-57	-61	-68	-74
Minoritetsintressen	0	0	0	-2	-2	-2	-2	-3
Nettoresultat	158	169	116	164	200	213	237	258
Nettoresultat, justerad	156	169	116	164	200	213	237	258
Intäktstillväxt	-	3%	3%	6%	6%	4%	4%	3%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,7%	6,5%	7,1%	7,6%	7,8%
EPS, justerad	5,61	6,26	4,31	6,16	7,49	7,96	8,88	9,67
EPS-tillväxt, justerad	-	12%	N.m.	43%	22%	6%	12%	9%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Kassaflödesanalys

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	216	236	189	247	298	338	372	394
Övriga kassaflödesposter	-91	24	136	146	106	101	96	99
Förändringar i rörelsekapital	10	-2	-103	-10	-179	-96	-47	-40
Kassaflöde från den operationella verksamheten	135	258	222	383	225	342	421	453
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-80	-122	-71	-51	-52	-53	-53
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	1	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-80	-121	-70	-51	-52	-53	-53
Fritt kassaflöde	135	178	101	313	174	290	369	400
Förvärv och avyttringar	0	-68	-207	-107	-137	-144	0	0
Nyemission / återköp	0	0	-23	-16	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	4	230	-59	91	-28	-262	-280
Utdelningar	0	-68	-81	-40	-90	-99	-106	-119
Övriga poster	0	-30	-19	-32	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	-162	-100	-254	-136	-272	-369	-400
Kassaflöde	135	16	1	59	38	18	0	0
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	1 921	1 767	1 599

Källa: Bergman & Beving, EPB

Balansräkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	1 430	1 472	1 570	1 609	1 667	1 811	1 811	1 811
Övriga immateriella tillgångar	139	209	385	425	468	399	329	260
Materiella anläggningstillgångar	88	99	102	102	126	130	135	140
Övriga anläggningstillgångar	83	82	547	486	430	430	430	430
Summa anläggningstillgångar	1 740	1 862	2 604	2 622	2 691	2 770	2 705	2 641
Varulager	879	942	1 077	1 129	1 233	1 427	1 478	1 522
Kundfordringar	790	834	855	950	1 042	856	887	913
Övriga omsättningstillgångar	157	127	131	101	147	149	151	153
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	2 632	2 716	2 789
SUMMA TILLGÅNGAR	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 402	5 421	5 429
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 559	1 657	1 631	1 701	1 915	2 030	2 164	2 305
Minoritetsintressen	0	0	12	14	17	19	21	24
Summa eget kapital	1 559	1 657	1 643	1 715	1 932	2 049	2 185	2 329
Långfristiga räntebärande skulder	753	821	1 206	1 258	1 395	1 471	1 317	1 149
Långfristiga leasingskulder	0	0	351	289	243	243	243	243
Övriga långfristiga skulder	115	120	170	136	137	137	137	137
Summa långfristiga skulder	868	941	1 727	1 683	1 775	1 851	1 697	1 529
Kortfristiga räntebärande skulder	307	266	274	270	284	284	284	284
Leverantörsskulder	497	580	583	609	584	476	493	507
Kortfristiga leasingskulder	0	0	109	108	123	123	123	123
Övriga kortfristiga skulder	402	406	421	556	597	619	639	657
Summa kortfristiga skulder	1 206	1 252	1 387	1 543	1 588	1 501	1 539	1 572
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 633	3 850	4 757	4 941	5 295	5 402	5 421	5 429

Källa: Bergman & Beving, EPB

Tillväxt och marginaler

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäkstillväxt	-	3%	3%	6%	6%	4%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	32%	21%	18%	11%	7%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	10%	N.m.	31%	21%	13%	10%	6%
EPS-tillväxt, justerad	-	12%	N.m.	43%	22%	6%	12%	9%
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%	12,1%	12,3%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	11,8%	12,1%	12,3%
EBIT-marginal	5,6%	6,0%	4,7%	5,7%	6,5%	7,1%	7,6%	7,8%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,7%	6,5%	7,1%	7,6%	7,8%
Vinst-marginal, justerad	4,1%	7,2%	2,9%	3,8%	4,4%	4,5%	4,8%	5,1%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Avkastning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	Neg.	11%	7%	10%	11%	11%	11%	11%
ROCE, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	8%	9%	10%
ROIC, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	9%	9%	10%

Källa: Bergman & Beving, EPB

Kapitaleffektivitet

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Varulager / totala intäkter	23%	24%	27%	26%	27%	30%	30%	30%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	21%	21%	22%	23%	18%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	23%	25%	24%	24%	22%	17%	17%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	89%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	23%	26%	24%	27%	28%	28%	28%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,1x	1,2x	1,2x	1,1x	1,2x	1,2x

Källa: Bergman & Beving, EPB

Finansiell ställning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	1 921	1 767	1 599
Soliditet	43%	43%	35%	35%	36%	38%	40%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	0,6x	0,6x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Nettoskuld / EBITDA	4,1x	3,8x	5,2x	4,2x	3,7x	3,4x	3,0x	2,6x

Källa: Bergman & Beving, EPB

Aktiedata

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	5,68	6,26	4,31	6,16	7,49	7,96	8,88	9,67
EPS, justerad	5,61	6,26	4,31	6,16	7,49	7,96	8,88	9,67
FCF per aktie	4,85	6,59	3,76	11,8	6,52	10,9	13,8	15,0
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	76,8	81,9	87,3
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: Bergman & Beving, EPB

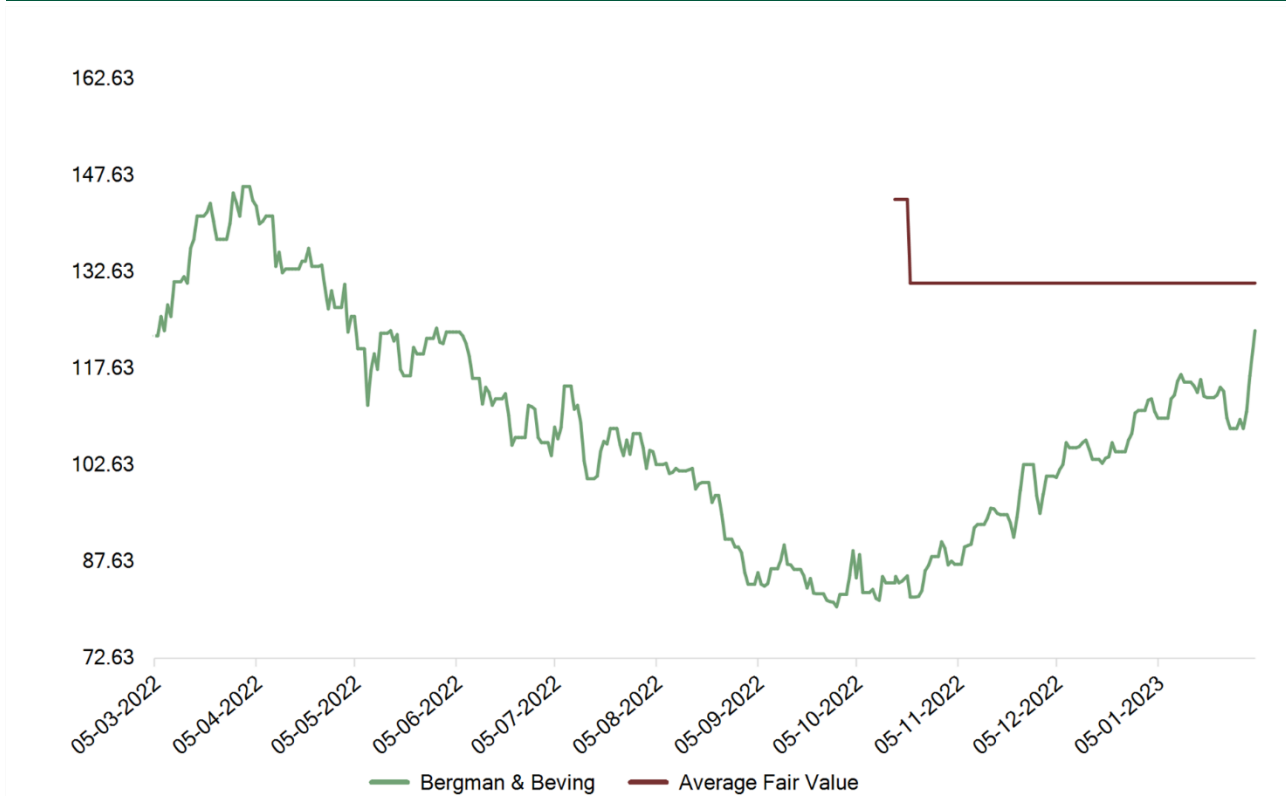
Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	15,1x	17,0x	11,7x	19,7x	18,9x	15,5x	13,9x	12,8x
P/EK	1,5x	1,7x	0,8x	1,9x	2,0x	1,6x	1,5x	1,4x
P/FCF	17,5x	16,2x	13,4x	10,3x	21,7x	11,4x	9,0x	8,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	3,0%	2,8%	3,0%	2,5%	2,4%	3,0%	3,2%	3,6%
Utdelningsandel, justerad	44,6%	47,9%	34,8%	48,7%	45,4%	47,1%	45,0%	46,5%
EV/Sales	0,9x	1,0x	0,8x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	13,7x	14,5x	9,0x	11,7x	11,2x	9,3x	8,4x	7,8x
EV/EBIT, justerad	15,3x	16,4x	16,9x	20,3x	18,8x	15,4x	13,6x	12,4x
EV	3 281	3 881	3 193	5 004	5 613	5 199	5 045	4 877
Aktiekurs	84,7	107	50,3	121	141	124	124	124

Källa: Bergman & Beving, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bergman & Beving (BERGB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 likviditetssgarant 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