



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Internet, Mjukvara & Tjänster | Sverige | 04 augusti 2023

VO2 Cap Holding

Stabila intäkter i osäkert marknadsklimat

Robusta intäkter i andra kvartalet

VO2 redovisade intäkter för andra kvartalet som uppgick till 91,7 mkr (111,4 mkr). Den enskilt största förklaringen till förändringen y/y är, precis som i Q1, att dotterbolaget Netric Sales bytt teknikleverantör för SSP-plattformen, vilket medför en övergångsperiod men också ny intäktsredovisning som inte applicerades under jämförelsekvartalet. Den totala effekten av detta var att intäkterna i Q2 minskade med ca 53 mkr. Bortsett från Netric redovisade samtliga av VO2s dotterbolag tillväxt under Q2 och justerad organisk tillväxt var 14%. (D)OOH-intäkterna (utomhus) och AdTech redovisade god tillväxt (31% respektive 219% y/y) och Agency-delen som förvärvades under Q4'22 bidrog med 22,5 mkr. Sammantaget var omsättningen enligt vår bedömning robust med hänsyn till marknadsdata och indikationer från andra bolag i branschen.

Justerad marginal pressas bland annat av utomhusinvesteringar

EBITDA-marginalen stärktes y/y till 9,6% (8,7%), vilket till stor del var drivet av omvärdering av en tilläggsköpeskilling relaterad till AdProfit. Den justerade EBITDA-marginalen var 2% (6%), där marginalpressen förklaras av bl.a. ökade investeringar inom (D)OOH, för att kapitalisera på den starka underliggande tillväxten inom utomhusreklam.

Investeringar lägger grund för långsiktiga mål

Vi bedömer att investeringarna och de medföljande ökade kostnaderna lägger en god grund för att på sikt stärka marknadspositionen och bl.a. kapitalisera på den starka underliggande tillväxten inom (D)OOH. Vi anser vidare att tillväxten i samtliga bolag exklusive Netric är den mest utstickande positiva aspekten i kvartalet. Vi justerar våra estimat för att reflektera de ökade kostnaderna i kvartalet, men även omvärderingen av tilläggsköpeskillingen som ger positiva effekter för EBITDA under innevarande år. Vi ser ett nytt motiverat värde om 8,00 – 8,50 kr per aktie (8,50 – 9,00).

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23	24	25	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	8.0 - 8.5 SEK	
Totala intäkter	0,2%	0,7%	0,9%	468	408	457	502	Aktiekurs	5,5 SEK	
EBITDA, just.	-4,4%	-0,2%	-0,4%	60%	-13%	12%	10%	Riskenivå	Low	
EPS, just.	7,1%	-0,3%	-0,5%	28	41	55	81	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser			EBIT, just.	-9	22	38	67			
Q3-rapport			2023-10-27	EPS, just.	-0,3	0,3	0,5			1,0
Bolagsfakta (mSEK)			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	77%	81%			
Antal aktier		52m	EK/aktie	4,0	4,5	5,1	6,0			
Börsvärde		300	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Nettoskuld		146	EBIT-marginal	3,9%	5,4%	8,4%	13,4%			
EV		446	ROE, just.	Neg.	7,3%	11,4%	17,8%			
Free float		24%	ROCE, just.	Neg.	8,2%	13,1%	20,7%			
Daglig handelsvolym, snitt		12k	EV/Sales	0,8x	1,1x	1,0x	0,9x			
Bloomberg Ticker		VO2 SS EQUITY	EV/EBITDA	14,1x	10,8x	8,1x	5,5x			
Analytiker			EV/EBIT	-	20,2x	11,7x	6,7x	Intressekonflikter		
Hjalmar Jernström			P/E, just.	-	18,8x	10,6x	5,9x	Yes	No	
hjalmar.jernstrom@penser.se			P/EK	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x	Likviditetsgarant	✓	
			FCF yield	-	1%	16%	23%	Certified adviser	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	1,7x	3,2x	1,5x	0,2x	Transaktioner 12m	✓	

Investment case

VO2 Cap Holding (VO2) är ett svenskt holdingbolag som investerar i bolag inom medie- och techindustrin. Bolagets strategi går ut på att förvärva och konsolidera europeiska medie- och tech-bolag med starka finansiella profiler, nischade segmentexponeringar och starka historiska utvecklingar. Genom konsolideringen tillför VO2 finansiell styrka, kompetens och synergier, vilket bidrar till att hjälpa portföljbolagen accelerera sin utveckling. Vi har noterat ett antal attraktiva aspekter som relaterar till bolag, värdering, strategi och finansiell ställning.

- Portföljbolagen har starka marknadspositioner, och ofta stark finansiell historik med organisk tillväxt som över lång tid överträffat marknadstillväxten. Bolagen har dessutom starka finansiella profiler med goda marginaler.
- Portföljbolagen har exponering mot flera branschomfattande globala trender, såsom den växande dominansen för digitala medieköp, den starka tillväxten för programmatiskt förmedlade annonsutrymmen, samt attraktiva tillväxtsegment som DOOH-annonsering.
- Portföljbolagen nyttjar lukrativa synergier från övriga bolag inom VO2-koncernen. Synergier omfattar exempelvis tillgång till marknadsledande tekniker och plattformar, marknadskompetens, kommersiell paketering eller förstärkta säljstyrkor.
- AdTech-industrin och mediemarknaden har historiskt präglats av snabba teknologiska och trendmässiga skiften, vilka har accelererat under pandemin när konsumenter kraftigt förändrat sin mediekonsumtion. Vi bedömer att mindre bolag inom AdTech och media kan agera snabbfotat för att kapitalisera på teknologiska skiften i branschen och beteendemässiga omställningar hos slutkonsumenten. Det gör att VO2 kan konkurrera inom en bransch där stora internationella aktörer har starka positioner.
- En mediemarknad i stark förändring innebär även att publicister efterfrågar strategisk rådgivning, samtidigt som det kan uppstå behov att skraddarsy utformningen av mediedistribution, exempelvis via en kombination av displayannonsering och mer nischade format såsom DOOH-annonsering. Detta gör att VO2 kan tillhandahålla ett erbjudande som gör att kunder inte behöver vända sig till flera olika aktörer för att genomdriva sin mediestrategi.
- Ledning och styrelse i VO2 samt respektive dotterbolag har enligt vår bedömning en mycket god erfarenhet av den komplicerade digitala värdekedjan inom media, och kombinerar en djup branschkunskap med god affärsmässig och teknisk kunskap. Detta skapar en attraktiv kombination som lägger grund för fortsatt tillväxt för VO2.

Bolagsbeskrivning

VO2 investerar i, äger och utvecklar bolag inom den nordiska medie- och techbranschen. Bolaget har en historik av stark tillväxt, drivet av organisk tillväxt i dotterbolagen, samt kontinuerliga förvärv av nya dotterbolag. Idag äger VO2 bolagen: Leeads, Netric Sales, AdProfit, Livewrapped, Borg Owilli, Zalster, Locads och Madington, där majoriteten är helägda. VO2 grundades 2021 och bolagets huvudkontor ligger i Stockholm. VD är Bodil Ericsson Torp, och Douglas Roos är styrelseordförande.

Värdering

Vi värderar VO2 med en multipelbaserad ansats som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 8,00 – 8,50 kr per aktie (8,50 – 9,00 kr per aktie)

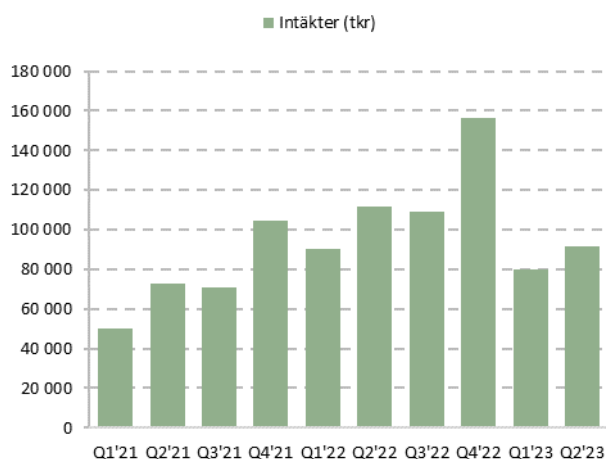
Kvartalet i detalj

VO2s intäkter för Q2 uppgick till 91,7 mkr (111,4 mkr) där den dominerande faktorn bakom förändringen är den nya intäktsredovisningen för Netric som ger en effekt om -53 mkr för Q2. Justerat för Netric var den organiska tillväxten 14% och förvärvad tillväxt var 23% i Q2. (D)OOH-intäkterna (utomhus) och AdTech redovisade god tillväxt (31% respektive 219% y/y) och Agency-delen som förvärvades under Q4'22 bidrog med 22,5 mkr. Omsättningen var i stort i linje med våra förväntningar om 92,2 mkr. Samtidigt indikerar bolaget att Q2 inleddes svagt men stärktes mot slutet av kvartalet.

EBITDA-marginalen stärktes under Q2 till 9,6% (8,7%) och EBITDA för Q2 uppgick till 8,8 mkr (9,7 mkr). Justerad EBITDA uppgick dock till 1,6 mkr (6,5 mkr) och pressas av bland annat investeringar för att kapitalisera på tillväxten inom utomhusmarknaden. Kassaflöde från löpande verksamheten stärks y/y till 15,8 mkr (12 mkr) i Q2.

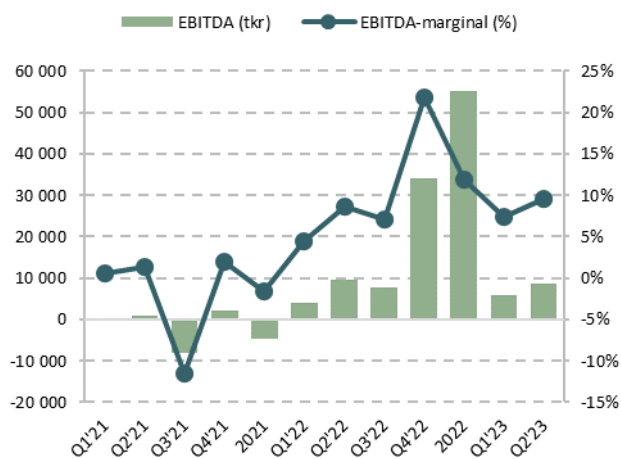
Sammantaget noterar vi att VO2 fortsätter på vägen mot målen för 2024 och trots den utmanande miljön för mediemarknaden anser vi att den justerade organiska tillväxten om 14% i kvartalet är attraktiv. Under kvartalet har VO2 förvärvat Locads och Madington, där Madington förväntas bidra med ca 11 mkr i omsättning för 2023.

Diagram 1: Intäkter (tkr)



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EBITDA (tkr) och EBITDA-marginal (%)



Källa: Bolagsrapporter

Prognoser och värdering

Vi gör endast mindre justeringar av våra tillväxtförväntningar efter att bolaget redovisat solida intäkter. Vi justerar ned EBITDA-prognosen för innevarande år drivet av förväntningar på något högre kostnader, samtidigt som omvärderingen av tilläggsköpeskillingen har positiv inverkan på resultatet för Q2 och 2023. För 2024-2025 gör vi endast mindre justeringar.

Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi värderar VO2 med en multipelvärdering och en DCF-modell. Vi värderar VO2 med en multipel för 2024e om 9x EBITDA. I övrigt justerar vi värderingen för nettoskuld som inkluderar räntebärande upplåning, leasingskulder samt diskonterade värdet av tilläggsköpeskillingar. Vi ser ett nytt motiverat värde om 8,00 – 8,50 kr per aktie (8,50 – 9,00), där multipelansatsen indikerar ett värde om 7 kr per aktie (8 kr) och DCF-modellen indikerar ett värde om 9 kr per aktie (oförändrat).

Tabell 1: DCF-modell

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde			
Nuvärdet av fria kassaflöden	360 375	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	275 400	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	635 775	Small cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	19 552	Extra riskpremium	-2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	126 420	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
Eget kapital	489 803			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
Eget kapital per aktie	9				

Källa: EPB

Tabell 2: Känslighetstabell

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
11,0%	10	10	11	11	12	11,0%	9	10	11	11	12
11,5%	9	9	10	10	11	11,5%	8	9	10	11	11
WACC 12,0%	8	9	9	10	10	WACC 12,0%	8	8	9	10	11
12,5%	8	8	9	9	9	12,5%	7	8	9	9	10
13,0%	7	8	8	8	9	13,0%	7	7	8	9	9

Källa: EPB

Tabell 3: Multipelansats

Värdering	Nettoskuldskomponenter	Känslighetsanalys			
		Multipel (EBITDA 2024e x)			
		7	9	11	13
Multipel (EBITDA 2024e x)	9				
EBITDA 2024e	54 767				
Företagsvärde (EV)	514 807				
Nettoskuld exkl. tilläggsköpeskillingar	19 552				
Tilläggsköpeskillingar och övriga justeringar	126 420				
Eget kapital	368 835				
Antal utstående aktier, full utspädning	53 481				
Eget kapital per aktie	7				
		5	7	9	11

Källa: EPB

Resultaträkning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	292	467	408	457	501
Övriga rörelseintäkter	0	1	0	1	1
Totala intäkter	292	468	408	457	502
Kostnad sålda varor	-235	-349	-227	-244	-261
Bruttoresultat	56	119	181	213	241
Försäljningskostnader	-35	-70	-118	-128	-135
Övriga rörelsekostnader	-26	7	-22	-31	-25
EBITDA	-5	55	41	55	81
Jämförelsestörande poster	12	-27	0	0	0
EBITDA, justerad	7	28	41	55	81
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
EBITA, justerad	7	27	41	55	81
Amortering	-6	-36	-19	-16	-14
EBIT	-10	18	22	38	67
EBIT, justerad	1	-9	22	38	67
Finansnetto	0	-2	-4	-2	-2
Resultat före skatt	-11	16	19	36	65
Resultat före skatt, justerad	1	-11	19	36	65
Total skatt	0	-3	-3	-8	-14
Nettoresultat	-11	13	16	28	51
Nettoresultat, justerad	1	-14	16	28	51
Intäktstillväxt	-	60%	-13%	12%	10%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	44,4%	46,7%	48,1%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	5,4%	8,4%	13,4%
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,31	0,55	0,99
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	77%	81%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kassaflödesanalys

	20/21	2022	2023	2024	2025
EBIT	-10	18	22	38	67
Övriga kassaflödesposter	13	0	6	7	-2
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-2	4	4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	2	31	26	49	69
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	-37	-22	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	1	-38	-23	-1	-1
Fritt kassaflöde	3	-7	3	48	68
Nyemission / återköp	0	21	13	0	0
Förändring av skulder	22	12	-3	-3	-3
Övriga poster	-3	-7	-5	-5	-5
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	18	26	4	-8	-8
Kassaflöde	21	19	7	40	60
Nettoskuld	34	93	131	83	15

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023	2024	2025
TILLGÅNGAR					
Goodwill	114	202	284	284	284
Övriga immateriella tillgångar	59	130	123	116	111
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0
Andelar i intresseföretag	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	21	26	15	6	-2
Summa anläggningstillgångar	195	360	424	408	395
Kundfordringar	58	80	60	67	74
Övriga omsättningstillgångar	43	18	18	20	22
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	40	48	87	147
Summa omsättningstillgångar	122	139	125	174	243
SUMMA TILLGÅNGAR	318	498	549	583	638
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	152	205	233	261	312
Summa eget kapital	152	205	233	261	312
Långfristiga räntebärande skulder	16	24	21	18	16
Långfristiga leasingskulder	13	13	9	6	2
Övriga långfristiga skulder	28	102	155	155	155
Summa långfristiga skulder	58	139	185	179	172
Kortfristiga räntebärande skulder	5	10	10	9	9
Leverantörsskulder	51	59	53	59	65
Kortfristiga leasingskulder	6	11	10	8	7
Övriga kortfristiga skulder	45	75	59	66	73
Summa kortfristiga skulder	108	154	131	143	153
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	318	498	549	583	638

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024	2025
Intäkstillväxt	-	60%	-13%	12%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	47%	32%	48%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	73%	75%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	77%	81%
Bruttomarginal	19,3%	25,5%	44,4%	46,7%	48,1%
EBITDA-marginal	Neg.	11,8%	10,1%	12,0%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	2,3%	6,0%	10,1%	12,0%	16,2%
EBIT-marginal	Neg.	3,9%	5,4%	8,4%	13,4%
EBIT-marginal, justerad	0,4%	Neg.	5,4%	8,4%	13,4%
Vinst-marginal, justerad	0,3%	Neg.	3,9%	6,2%	10,2%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023	2024	2025
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	11%	18%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	8%	13%	21%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	7%	11%	20%

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024	2025
Kundfordringar / totala intäkter	20%	17%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	22%	17%	23%	24%	25%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	36%	37%	36%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	-8%	-8%	-8%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,8x	1,4x	1,5x	1,5x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoskuld	34	93	131	83	15
Soliditet	48%	41%	42%	45%	49%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,5x	0,6x	0,3x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	-7,2x	1,7x	3,2x	1,5x	0,2x

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	-0,22	0,26	0,31	0,55	0,99
EPS, justerad	0,02	-0,27	0,31	0,55	0,99
FCF per aktie	0,05	-0,14	0,06	0,92	1,32
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,10	4,00	4,51	5,06	6,05
Antal aktier vid årets slut, m	49,2	51,4	51,5	51,5	51,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,2	51,4	51,5	51,5	51,5

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

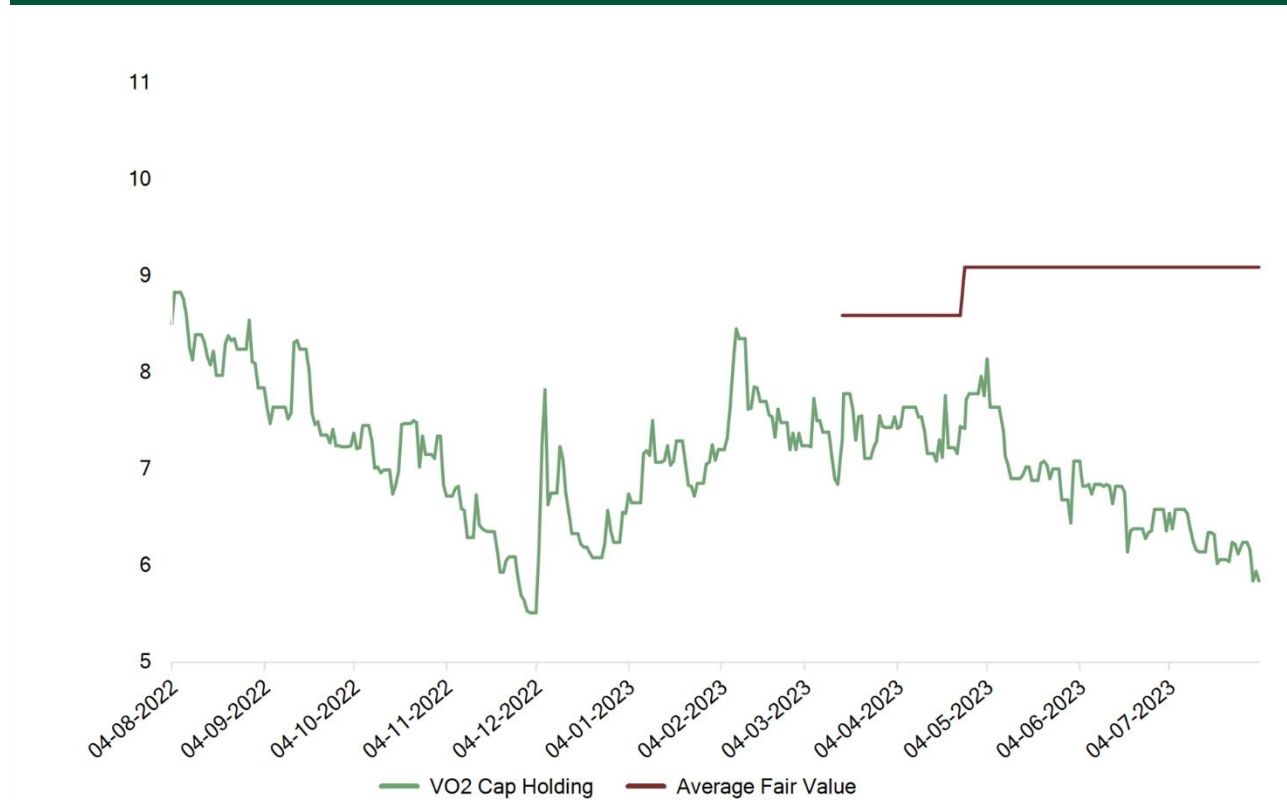
Värdering

	2021	2022	2023	2024	2025
P/E, justerad	829,9x	Neg.	18,8x	10,6x	5,9x
P/EK	5,1x	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x
P/FCF	292,0x	Neg.	102,4x	6,3x	4,4x
FCF-yield	0%	Neg.	1%	16%	23%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,8x	0,8x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	118,5x	14,1x	10,8x	8,1x	5,5x
EV/EBIT, justerad	668,4x	Neg.	20,2x	11,7x	6,7x
EV	809	397	446	446	446
Aktiekurs	15,7	5,9	5,8	5,8	5,8

Källa: VO2 Cap Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

VO2 Cap Holding (VO2 SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 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 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