

Investment case

Clemondo är en nordisk producent och leverantör av hållbara rengörings- och hygienprodukter. Kunderna består av privatpersoner, företag och offentlig sektor, och nås både direkt och via återförsäljare. År 2021 lanserade bolaget varumärket Greenium, och har därmed skaffat sig en tydlig konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter. Detta innebär att man nu erbjuder rengöringsmedel med växtbaserad olja i stället för petroleumbaserad olja. Med en starkare balansräkning och kassagenerering har bolaget nu även goda förutsättningar för att göra värdeskapande förvärv.

Greenium – "first mover advantage"

Clemondo lanserade i början av 2021 ett nytt hållbart varumärke, Greenium, som är en produktserie baserad på växtbaserad insatsvara i stället för den som tidigare var petroleumbaserad. Förutom att det ger en konkurrensfördel skapar det även en "pricing power", vilket gör det möjligt för bolaget att positionera sig inom premiumsegmentet för rengöringsprodukter.

Att skala upp produktion skapar möjlighet att förbättra marginalerna

Bolagets produktionsanläggning, som är baserad i Helsingborg, kräver inga större årliga investeringar och har en kapacitet att producera till en omsättning om ca 750 mkr, att jämföra med dryga 300 mkr år 2021. Ser vi till pandemiåret 2020, som bidrog till att produktionen intensifierades vad gäller hygienprodukter, uppnådde bolaget en omsättning och EBITDA-marginal om 360 mkr respektive 15%, att jämföra med bolagets mål om 10%. Vi har även sett konkurrenter uppnå en högre EBITDA-marginal än 10%.

Stabilare kassaflöden och starkare balansräkning skapar utrymme för att göra förvärv

Bolaget har sedan början av 2019 genomgått en rekonstruktion, som p.g.a. pandemin fått sättas på paus för att tillgodose sjukvården med efterfrågade hygienprodukter. Pandemin har bidragit positivt till Clemondos intjäning och lönsamhet, vilket gjort att man haft möjlighet att amortera ned större delen av sin bankfinansiering. I och med detta har bolaget nu en starkare finansiell ställning, vilket skapar utrymme för att göra värdeskapande förvärv.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 1,6 - 1,7 kr per aktie. Värderingen utgår ifrån en kassaflödesanalys. Risknivån bedömer vi som medel, givet bolagets stabilare intjäningsförmåga och starkare balansräkning.

Kvartalet i korthet

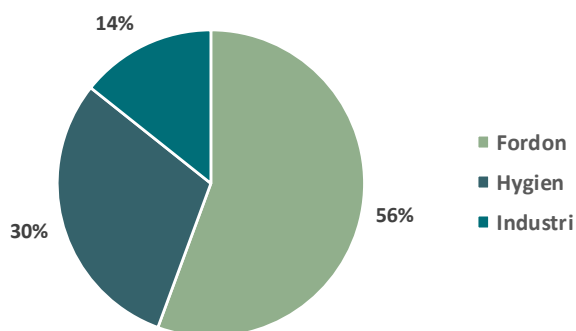
Utveckling per affärsområde

Fordonssegmentet minskar omsättningen med 15% jämfört med föregående år. Anledningen är att bolaget prioriterar bruttomarginalen och lönsamma affärer. De ser en liten nedgång i aktiviteten på marknaden, vilket har ökat konkurrensen. Effekten blir en prispress på traditionella rengöringsmedel utanför det gröna sortimentet. För att inte erodera marginalerna valde Clemondo att tacka nej till dessa affärer. I stället fokuserade de mer på Greenium där de inte märker av samma prispress och därmed kan bibehålla och till och med stärka bruttomarginalen. Försäljningen av Greenium produkter stod under kvartalet för 42% av segmentets omsättning och fortsatte att uppvisa tillväxt. Denna produktportfölj räknar vi med kommer att bli en allt större del av omsättningen och driva tillväxten framöver.

Hygiensegmentet växte med hela 25% y/y och är en stabil intäktström oavsett konjunktur. Förbrukningen är relativt konstant då folk blir lika sjuka oavsett konjunkturläge. Under kvartalet tecknades avtal med Region Östergötland värt 9 mkr. Vi förväntar oss att segmentet kommer att fortsätta sin stabila utveckling framöver.

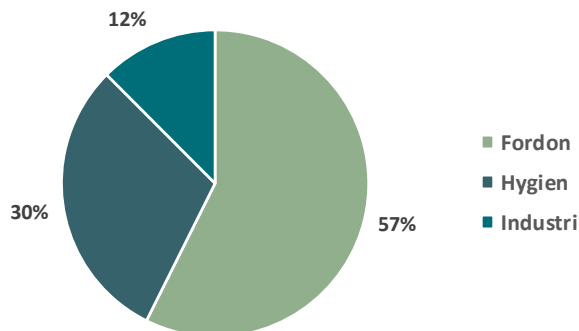
Industrisegmentet hade en tuff inledning av året. Framst beroende på en sen vår som försenade säsongen för rengöringsmedel som fasadvätt, altan- och takrengöring med mera. Under det andra kvartalet kom segmentet i kapp. Tillväxten drivs främst av efterfrågan på maskinrengöring från industrin. Majoriteten av intäkterna från det nya avtalet med Ahlsells kommer att redovisas under Industri. Det nya avtalet innebär att Clemondo har blivit Ahlsells standardval av rengöring om inte kunden själv adresserar att de önskar något annat rengöringsmedel.

Intäkter per segment under kvartalet



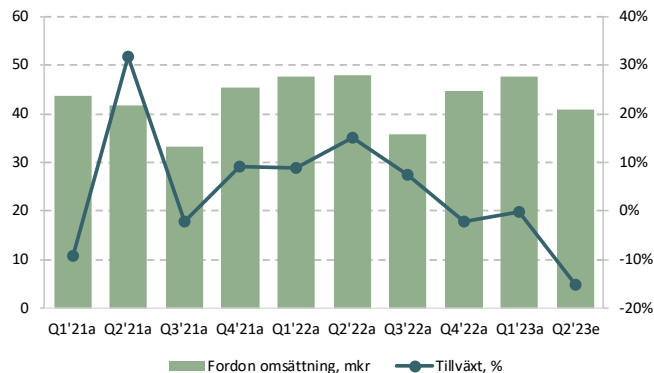
Källa: Clemondo, EPB

Intäkter per segment R12m



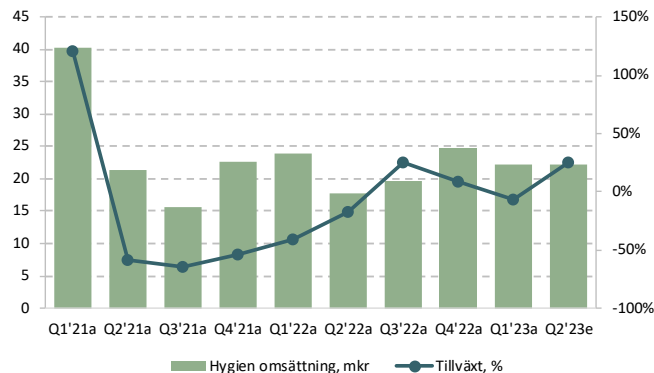
Källa: Clemondo, EPB

Greenium fortsatte att uppvisa tillväxt



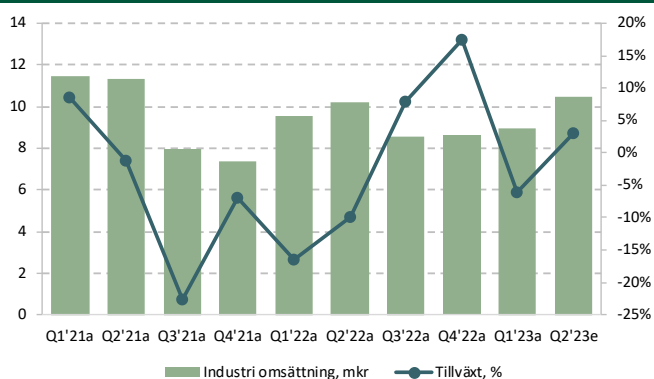
Källa: Clemondo, EPB

Stabilt och konjunkturokänsligt



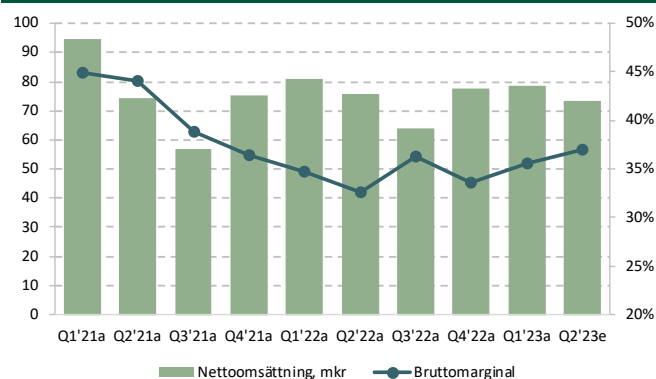
Källa: Clemondo, EPB

Fortsatt god efterfrågan inom industrirengöring



Källa: Clemondo, EPB

Bruttomarginalen fortsätter att stärkas



Källa: Clemondo, EPB

Prognosförändringar

Omsättningen under kvartalet var lägre än vi räknat med på helåret, vilket leder till att vi gör en mindre justering av nettoomsättningen för innevarande år. Det medför en lägre tillväxtbas för kommande år, varför även dessa prognoser minskar.

Trots ett säsongsmässigt svagt kvartal och valutamotvind lyckas bolaget stärka sin bruttomarginal. Detta bevisar åter att de effektiviseringar som ledningen genomfört ger bestående effekter och vi höjer därför våra bruttomarginalsestimat. Rörelsekostnaderna håller vi mer eller mindre konstanta jämfört med tidigare estimat. Den högre bruttomarginalen kompenserar en del den negativa effekten lägre omsättningen får på EBITDA-marginalen.

Kvartalet bevisar stabiliteten som finns i bolaget och som lägger grunden för framtida tillväxt. Att Clemondo trots ett säsongsmässigt svagt kvartal genererar en EBITDA-marginal över de finansiella målen om 10% är ett styrketecken. Vi är därför positiva till ledningens uttalande om att de är nöjda med de effektiviseringar organisationen utfört. Det frigör kapacitet för att fokusera mer på sälj och ändra till en mer offensiv strategi.

Clemondo är väl positionerade för att rida på den gröna hållbarhetsvåg som sveper över världen. Greenium-produkterna är ett utmärkt exempel på hur bolaget kan utnyttja sin first mover advantage och framöver öka tillväxttakten. Inom Hygien kan tillväxt genereras genom att exempelvis bredda produktfloran eller ta segmentets framgångsrika försäljningsstrategi utomlands. Clemondos gröna varianter av en annars smutsig produkt gör att vi ser goda tillväxtmöjligheter framöver.

Den högre bruttomarginalen kan inte fullt ut kompensera för den lägre nettoomsättningen

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	299	301	318	335	309	326	343	-2,4%	-2,4%	-2,4%
Kostnad sålda varor	-200	-197	-206	-211	-202	-210	-216	-2,6%	-2,2%	-2,0%
Bruttoresultat	104	111	120	131	112	122	134	-0,6%	-1,6%	-2,0%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>34,8%</i>	<i>37,0%</i>	<i>37,6%</i>	<i>39,1%</i>	<i>36,3%</i>	<i>37,3%</i>	<i>38,9%</i>	<i>0,6 pp</i>	<i>0,3 pp</i>	<i>0,2 pp</i>
Personalkostnader	-49	-44	-47	-51	-43	-47	-52	2,5%	0,4%	-0,1%
Övriga externa kostnader	-28	-29	-31	-33	-30	-31	-33	-3,4%	-0,5%	0,3%
Övriga rörelsekostnader	-3	-4	-4	-5	-4	-4	-5	-1,2%	-2,0%	-1,0%
EBITDA, justerad	24	34	37	42	35	39	44	-2,0%	-4,8%	-6,0%
<i>EBITDA-marg.</i>	<i>8,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>0,0 pp</i>	<i>-0,3 pp</i>	<i>-0,5 pp</i>
Totala av-/nedskrivningar	-17	-15	-15	-15	-16	-16	-16	-4,2%	-6,0%	-4,3%
EBIT, justerad	7	19	22	27	19	23	29	-0,3%	-4,0%	-6,9%
<i>EBIT-marg.</i>	<i>2,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>0,1 pp</i>	<i>-0,4 pp</i>	<i>-0,4 pp</i>
Periodens nettoresultat, justerad	3	12	17	21	13	18	23	-8,8%	-5,1%	-7,9%

Källa: Clemondo, EPB

Värdering

Vi utgår i vår värderingsansats från en kassaflödesvärdering. Kassaflödesvärderingen baseras på tre perioder: en prognosperiod som omfattas av våra estimat t.o.m. 2026, därefter en period med något lägre tillväxt från 2027–2033 och avslutningsvis den långsiktiga "steady-state" nivån, år 2034. Avkastningskravet (WACC) är satt till 14,0% och den långsiktiga tillväxttakten till 2% med en långsiktig EBIT-marginal om 6,5%.

Med våra nya prognoser får vi i vår DCF ett värde på 1,66 kr per aktie. Vi behåller således vårt motiverade om 1,6 - 1,7 kr per aktie.

Kassaflödesanalys inklusive känslighetstabell

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			241
PV of terminal value (perpetuity formula)			40
Enterprise value			281
Latest net debt			51
Minority interests & other			0
Equity value			230
No. of shares outstanding (millions)			138
Equity value per share (SEK)			1,66

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	11,7	8,2	7,6
EV/EBIT	40,0	14,6	12,6
EV/NOPLAT	50,4	18,3	15,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			1,02

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,5%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	6,5%
Depreciation (% of sales)	2,5%
Capex (% of sales)	2,5%
Working cap. (% of sales)	14,0%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	13,0%	1,74	1,75	1,76	1,77	1,79
	13,5%	1,69	1,70	1,71	1,72	1,73
	14,0%	1,64	1,65	1,66	1,67	1,68
	14,5%	1,60	1,61	1,62	1,63	1,64
	15,0%	1,56	1,57	1,58	1,58	1,59

		Long-term EBIT margin				
		4,5%	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%
WACC	13,0%	1,59	1,68	1,76	1,84	1,93
	13,5%	1,55	1,63	1,71	1,79	1,87
	14,0%	1,51	1,59	1,66	1,73	1,81
	14,5%	1,48	1,55	1,62	1,69	1,75
	15,0%	1,45	1,51	1,58	1,64	1,71

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	247	359	302	299	301	318	335
Övriga rörelseintäkter	3	5	3	5	7	7	7
Totala intäkter	250	364	305	304	308	325	342
Kostnad sålda varor	-143	-209	-179	-200	-197	-206	-211
Bruttoresultat	107	155	126	104	111	120	131
Administrationskostnader	-53	-53	-55	-49	-44	-47	-51
Övriga rörelsekostnader	-26	-33	-32	-31	-33	-35	-38
EBITDA	29	69	40	24	34	37	42
EBITDA, justerad	29	69	40	24	34	37	42
EBITA, justerad	29	69	40	24	34	37	42
EBIT	13	52	23	7	19	22	27
EBIT, justerad	13	52	23	7	19	22	27
Finansnetto	-6	-4	-2	-3	-4	-1	0
Resultat före skatt	7	48	21	4	15	22	26
Resultat före skatt, justerad	7	48	21	4	15	22	26
Total skatt	-1	-10	-4	-1	-3	-4	-5
Nettoresultat	5	38	17	3	12	17	21
Nettoresultat, justerad	5	38	17	3	12	17	21
Intäktstillväxt	-	46%	-16%	0%	2%	5%	5%
Bruttomarginal	43,5%	43,1%	41,9%	34,8%	37,0%	37,6%	39,1%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	6,4%	7,0%	7,9%
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,02	0,09	0,12	0,15
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-81%	>100%	44%	20%

Källa: Clemondo Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	13	52	23	7	19	22	27
Övriga kassaflödesposter	8	9	6	9	7	9	9
Förändringar i rörelsekapital	-13	7	-1	-7	-6	3	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	69	28	9	21	35	33
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-4	-1	0	-1	-2	-2
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-4	-1	0	-1	-2	-2
Fritt kassaflöde	7	64	27	9	20	33	31
Förändring av skulder	-11	-15	-10	-10	0	0	0
Övriga poster	4	-50	-16	0	-20	-23	-13
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-7	-64	-26	-10	-20	-23	-13
Kassaflöde	0	0	1	-1	0	10	18
Nettoskuld	122	78	64	53	46	26	9

Källa: Clemondo Group, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	70	70	70	70	70	70	70
Övriga immateriella tillgångar	4	2	1	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	6	8	8	6	6	6	6
Övriga anläggningstillgångar	79	62	55	43	38	39	40
Summa anläggningstillgångar	159	144	134	120	114	115	116
Varulager	32	36	38	49	48	43	44
Kundfordringar	29	47	42	38	42	46	48
Övriga omsättningstillgångar	3	2	3	5	8	8	8
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	1	0	0	10	28
Summa omsättningstillgångar	64	84	84	92	98	107	129
SUMMA TILLGÅNGAR	223	228	218	212	212	222	245
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	38	76	93	101	113	131	151
Summa eget kapital	38	76	93	101	113	131	151
Långfristiga leasingskulder	64	53	41	28	26	27	28
Övriga långfristiga skulder	26	12	3	4	4	4	4
Summa långfristiga skulder	90	65	44	31	30	31	31
Kortfristiga räntebärande skulder	44	12	10	10	5	-6	-6
Leverantörsskulder	25	46	43	45	42	44	46
Kortfristiga leasingskulder	14	14	14	15	15	15	15
Övriga kortfristiga skulder	12	16	13	10	11	11	11
Summa kortfristiga skulder	95	87	80	80	72	65	66
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	223	228	218	212	216	226	249

Källa: Clemondo Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	46%	-16%	0%	2%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-42%	-40%	43%	8%	12%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-70%	>100%	16%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-81%	>100%	44%	20%
Bruttomarginal	43,5%	43,1%	41,9%	34,8%	37,0%	37,6%	39,1%
EBITDA-marginal	11,8%	19,2%	13,3%	8,0%	11,4%	11,6%	12,4%
EBITDA-marginal, justerad	11,8%	19,2%	13,3%	8,0%	11,4%	11,6%	12,4%
EBIT-marginal	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	6,4%	7,0%	7,9%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	6,4%	7,0%	7,9%
Vinst-marginal, justerad	2,1%	10,6%	5,6%	1,1%	4,0%	5,4%	6,2%

Källa: Clemondo Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	67%	20%	3%	11%	14%	15%
ROCE, justerad	Neg.	34%	15%	5%	13%	14%	15%
ROIC, justerad	Neg.	33%	15%	5%	12%	14%	17%

Källa: Clemondo Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	13%	10%	13%	16%	15%	13%	13%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	13%	14%	12%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	18%	22%	24%	22%	21%	22%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	43%	30%	30%	28%	26%	22%	22%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	6%	9%	13%	14%	13%	13%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	2,4x	1,9x	2,0x	1,9x	1,9x	1,8x

Källa: Clemondo Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	122	78	64	53	46	26	9
Soliditet	17%	33%	43%	48%	54%	59%	62%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	1,0x	0,7x	0,5x	0,4x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,1x	1,6x	2,2x	1,3x	0,7x	0,2x

Källa: Clemondo Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,04	0,29	0,13	0,02	0,09	0,12	0,15
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,02	0,09	0,12	0,15
FCF per aktie	0,05	0,49	0,20	0,06	0,14	0,24	0,22
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,29	0,57	0,70	0,73	0,82	0,94	1,09
Antal aktier vid årets slut, m	133	133	133	138	138	138	138
Antal aktier efter utspädning, snitt	133	133	133	138	138	138	138

Källa: Clemondo Group, EPB

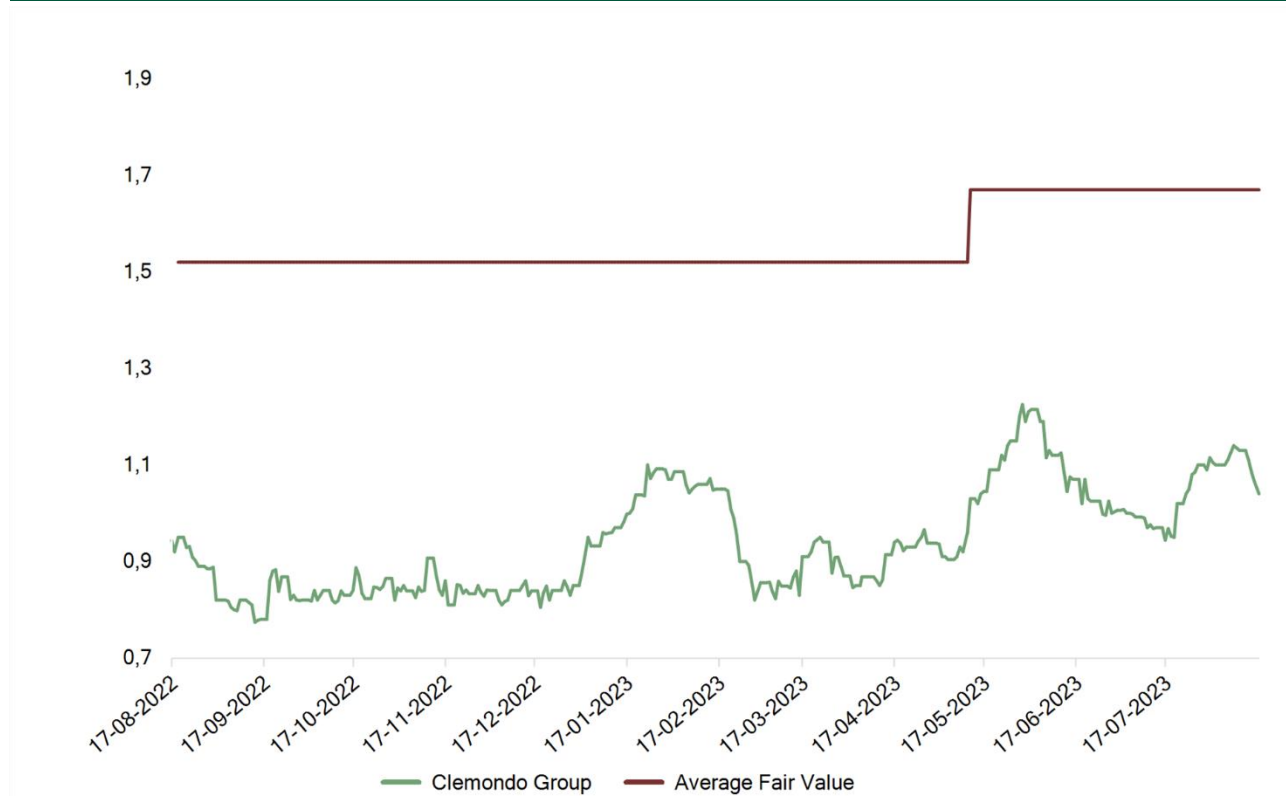
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	18,5x	10,5x	11,6x	34,2x	11,8x	8,2x	6,8x
P/EK	2,6x	5,3x	2,1x	1,1x	1,2x	1,1x	0,9x
P/FCF	13,8x	6,2x	7,3x	13,3x	7,2x	4,3x	4,6x
FCF-yield	7%	16%	14%	8%	14%	24%	22%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	0,9x	1,3x	0,9x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	7,0x	6,5x	7,0x	5,6x	5,2x	4,6x
EV/EBIT, justerad	17,2x	9,2x	11,2x	23,9x	10,0x	8,6x	7,2x
EV	220	479	262	168	192	192	192
Aktiekurs	0,7	3,0	1,5	0,8	1,0	1,0	1,0

Källa: Clemondo Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Clemondo Group (CLEM 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 frånsäger 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 på <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