



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 2 August 2021

Upsales

Stark operationell medvind

ARR-tillväxt avslöjar operationell medvind

Nettoomsättningen var 22 mkr vilket är i linje med våra estimat och motsvarade en tillväxt om 20% y/y. ARR uppgick till 98,4 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 30%. EBITDA uppgick till 4,1 mkr, vilket är något lägre än våra estimat. Avvikelsen går att förklara med att många affärer avslutats sent i kvartalet vilket gör att ARR växer snabbare än intäkterna.

Mindre justeringar

Vi bibehåller våra ARR och intäktsestimat för 2021 och kommande år. Vi bedömer att den acceleration vi nu ser i anställningar kommer att leda till en fortsatt stark tillväxt. Vi ser positivt på att bolaget, trots en hög ARR tillväxt, lyckats begränsa churn-rate. Vi justerar ned EBITDA med ca 1,6 mk innevarande år. Anledningen är timing av intäkter. Kommande år höjer vi EBITDA och EPS marginellt pga kalibrering av kostnadsbas.

Handlar kring motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 98-102 kr. Anledningen är bolagets starka operationella nyckeltal. På dessa nivåer värderas bolaget i paritet med Fortnox, ett av de ledande SaaS-bolagen på Stockholmsbörsen. Vi bedömer att bolagets investeringar i produkt och säljkår kommer att fortsätta leverera starka KPIs.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde 98.00 - 102.00
EPS, just 21e	0.51	0.6	-15.7%	Sales,m	75	93	115	145	Current price SEK104.00
EPS, just 22e	1.05	0.99	6.5%	Sales Growth	10.9%	23.9%	23.4%	26.1%	Riskenivå Medium
EPS, just 23e	1.41	1.35	4.8%	EBITDA, m	18.3	21.1	33	40	
				EBIT, m	9.2	13.1	24.5	32.1	
				EPS, adj	0.40	0.51	1.05	1.41	
				EPS Growth	105.3%	26.6%	107.9%	34.4%	
				Equity/Share	1.6	2.1	3.2	4.6	
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	
				EBIT Marginal	12.2%	14.1%	21.3%	22.1%	
				ROE (%)	24.4%	23.6%	32.9%	30.7%	
				ROCE	12.4%	14.5%	22.2%	23.4%	
				EV/Sales	22.25x	17.95x	14.55x	11.53x	
				EV/EBITDA	91.8x	79.4x	51.6x	41.8x	
				EV/EBIT	182.4x	127.7x	68.4x	52.3x	
				P/E, adj	260.4x	205.7x	98.9x	73.6x	
				P/Equity	63.7x	48.6x	32.6x	22.6x	
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				FCF yield	1.2%	1.8%	2.4%	2.9%	
				Net Debt/EBITDA	(1.9)g	(2.4)g	(2.3)g	(2.5)g	

Kommande händelser

Q3'21 rapport 2021-10-27

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	16.6m
Market cap	1,729
Nettoskuld	(51)
EV	1,678
Free Float	49.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	UPSALE.ST/UPSALE:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Stark operationell medvind

Investment Case

Upsales är ett SaaS-bolag som säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Andelen små och medelstora bolag som använder sig av CRM är i dagsläget mycket lågt men vi ser både regulatoriska och affärsmässiga anledningar till att penetrationen av CRM kommer att öka.

Bolags profil

CRM-system – hög strukturell tillväxt

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framförallt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter. Den andra drivkraften är att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. Den tredje är utfasningen av gamla licensbaserade system.

En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under kommande år kommer ersättas av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS eller software as a service innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade en churn under 10% 2018) vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SMEs (generellt anses en churn mellan 5-10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete.

Ambitiösa finansiella mål

Bolaget har nyligen uppdaterat sina finansiella mål:

- Bolaget skall ha en högre tillväxttakt än tidigare
- Tillväxten ska ske med lönsamhet
- Återkommande abonnemangsintäkter skall fortsätta vara en dominerande andel av omsättningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 2 August 2021

Sammanfattning

Stark operationell medvind

Vi bedömer att dessa mål innebär att Upsales har som ambition att ha en högre tillväxt än liknande bolag vilket gör att den rabatt bolagen nu handlas till inte är motiverad. På sikt bör Upsales snarare handlas till ett mindre premium då man är ett av de SaaS bolag på stockholmsbörsen som har högst andel SaaS-intäkter.

Värdering

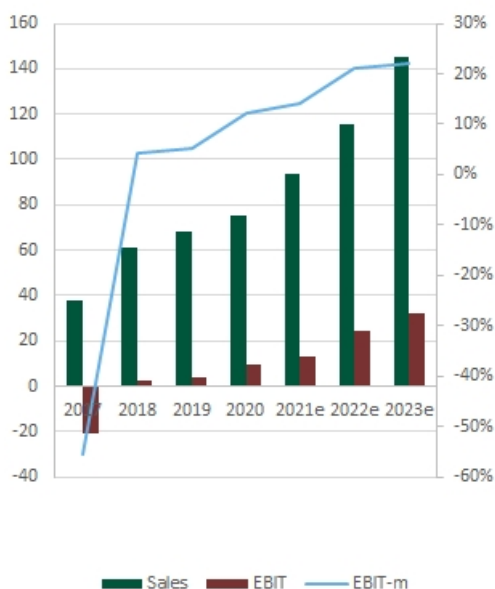
Fortfarande potential på uppsidan

Upsales enterprisevalue uppgår nu till ca 1 700 mkr vilket indikerar en EV/EBITDA multipel på 65x på 2021 års estimat. Detta är i linje med t.ex. Fortnox. Relativ värderingen i kombination med vår DCF analys gör att vi ser ett motiverat värde runt 98-102 kr.

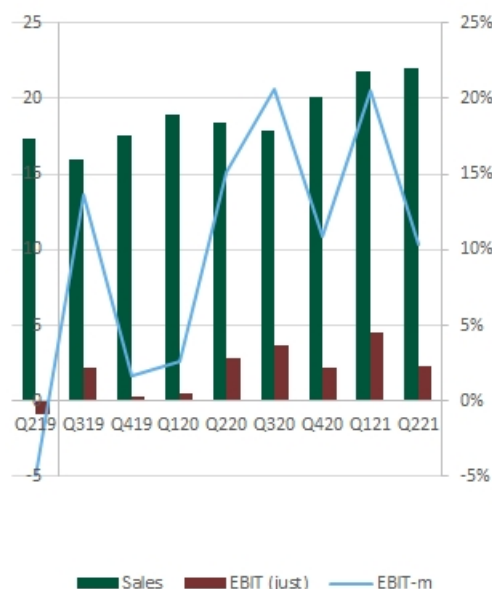
Peers

	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			ROE			Kursutveckling		
			21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	1mån	6mån	
Norden Saas/Techbolag																	
SimCorp	872	EUR	48	9,5	8,7	8,0	32,6	29,0	26,5	29,2%	29,2%	29,2%	40%	30%	32%	7%	7%
Sinch	178	SEK	129	8,3	5,9	5,2	92,2	45,1	38,3	9,0%	9,0%	n/a	18%	10%	6%	21%	40%
Kahoot ASA	41	USD	19	23,0	12,3	8,3	85,9	32,4	16,4	26,7%	26,7%	n/a	-12%	-8%	2%	-30%	-63%
Lime	409	SEK	5	13,7	11,3	9,5	40,9	33,2	28,1	33,5%	33,5%	n/a	70%	66%	58%	22%	13%
Upsales Peers	105	SEK	2	17,8	14,5	11,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17%	25%	27%	13%	73%
Admicom Oyj	93	EUR	5	17,6	14,8	12,4	45,5	38,0	26,1	n/a	n/a	n/a	33%	n/a	35%	15%	-11%
Pexip Holding ASA	70	NOK	7	7,8	6,1	4,6	45,5	38,0	n/a	n/a	n/a	n/a	#N/A	n/a	-16%	-6%	-17%
Fortnox	462	SEK	28	28,9	22,1	16,8	73,5	53,1	38,0	45%	0	n/a	48%	40%	37%	12%	17%
Vitec Software Group	428	SEK	14	9,5	8,6	7,9	25,0	22,5	20,0	38,2%	38,2%	38,2%	19%	24%	22%	22%	47%
Medel				15,1	11,6	9,3	55,1	36,4	27,6	30,3%	30,2%	33,7%	#N/A	26,8%	22,6%		
Median				13,7	11,3	8,3	45,5	35,6	26,5	31,4%	31,4%	33,7%	#N/A	25,0%	27,3%		

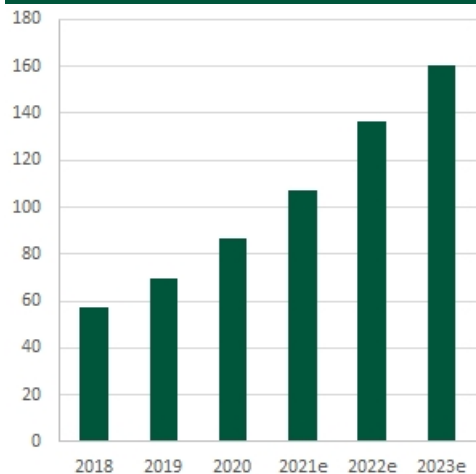
Försäljning och EBIT (y/y)



Försäljning och EBIT (q/q)



ARR (mkr)



Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Daniel Wikberg	50,5%
Fibonacci Growth Capital	8,4%
Brown Brothers Harriman	6,6%
TIN Fonder	6,0%
Övriga	28,5%
Ordförande	Baltsar Sahlin
Verkställande direktör	Daniel Wikberg
Finansdirektör	Elin Lundström
Investerarkontakt	Elin Lundström
Hemsida	https://www.upsales.com

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	61,1	68,0	75,3	93,5	115,3	145,5
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter						
Övriga externa kostnader	-21,7	-27,8	-29,4	-25,3	-24,5	-28,0
Personalkostnader	-28,6	-31,8	-31,7	-47,1	-58,3	-77,4
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader						
Rörelseresultat (EBITDA)	10,8	12,5	18,3	21,1	32,5	40,1
Avskrivningar	-8,2	-8,9	-9,1	-8,0	-8,0	-8,0
Goodwillnedskrivningar						
Resultat (EBIT)	2,5	3,6	9,2	13,1	24,5	32,1
Extraordinära Poster	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	2,5	4,4	9,2	13,1	24,5	32,1
Finanssella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanssella kostnader	-0,9	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	1,6	3,3	9,2	13,2	24,5	32,1
Skatter	-1,5	-0,7	-2,6	-4,5	-7,1	-8,6
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	0,1	2,6	6,6	8,7	17,5	23,5
Nettoresultat (just)	0,1	3,4	6,6	8,7	17,5	23,5

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	0,0	0,0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	22,8	19,4	15,8	11,8	3,8	-4,2
Materiella anläggningstillgångar	1,6	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	1,8	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	26,2	22,6	17,2	13,2	5,18	-2,82
Varulager	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	17,5	20,0	18,7	23,4	28,8	36,4
Övriga omsättningstillgångar	3,2	3,7	2,9	2,9	2,9	2,9
Likvida medel	8,9	16,5	35,4	51,2	73,4	100,3
Summa omsättningstillgångar	29,5	40,2	57,0	77,4	105,1	139,6
SUMMA TILLGÅNGAR	55,8	62,8	74,2	90,6	110,3	136,8
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	-9	20	27	36	53	77
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	-8,9	20,3	27,2	35,6	53,0	76,5
Långfristiga finansiella skulder	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	3,8	3,6	1,7	9,3	11,5	14,5
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	35,9	38,9	45,3	45,7	45,7	45,7
Summa kortfristiga skulder	55,5	42,5	47,0	55,0	57,2	60,2
Summa Eget Kapital och skulder	55,8	62,8	74,2	90,6	110,3	136,8

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	0,1	3,4	6,6	8,7	17,5	23,5
Icke kassaflödespåverkande poster	9,7	8,8	10,6	8,0	8,0	8,0
Förändringar i rörelsekapital	-2,9	-0,2	6,3	3,0	-3,3	-4,5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6,9	12,0	23,6	19,8	22,2	27,0
Investeringar	-0,4	-5,9	-4,9	-4,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	6,5	6,1	18,7	15,8	22,2	27,0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	27	0	0	0	0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	-25,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	6	7,7	18,9	15,8	22,2	27,0
Icke kassaflödespåverkande poster	0					
Nettoskuld (just)	16,1	-16,5	-35,4	-51,2	-73,4	-100,3

Nyckeltal

Aktiedata

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	0,01	0,17	0,40	0,51	1,05	1,41
EPS Justerad	0,01	0,19	0,40	0,51	1,05	1,41
FCF/aktie	0,42	0,40	1,13	0,95	1,33	1,62
Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie	-0,58	1,33	1,63	2,14	3,19	4,60
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	15,32	15,32	16,63	16,63	16,63	16,63

Värdering

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	11712,4	510,9	248,9	196,6	94,6	70,4
P/EK	-171,4	74,9	60,9	46,5	31,2	21,6
P/FCF	234,7	248,4	88,4	104,6	74,5	61,3
Direktavkastning	#REF!	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	25,2	24,1	21,5	17,1	13,7	10,7
EV/EBITDA	142,9	130,7	88,5	75,8	48,6	38,7
EV/EBIT	607,7	372,6	175,8	121,9	64,4	48,4
Aktiekurs, årets slut						
EV, årets slut	1538,7	1636,3	1617,4	1601,6	1579,4	1552,5

Tillväxt och marginaler

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt		11%	11%	24%	23%	26%
EBIT, tillväxt		73%	109%	43%	87%	31%
EPS just, tillväxt		2193%	105%	27%	108%	34%
EBITDA marginal	18%	18%	24%	23%	28%	28%
EBIT marginal	4%	5%	12%	14%	21%	22%
Skattesats	92%	22%	28%	34%	29%	27%

Lönsamhet

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROE	-1%	17%	24%	25%	33%	31%
ROCE	5%	7%	12%	15%	22%	23%

kvartalsvisdata

	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221
Nettoomsättning	14,2	14,7	19,1	17,1	17,3	16,0	17,6	18,9	18,4	17,86	20,1	21,8	22,0
Aktiverat arbete	1,0	0,0	0,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	1,4	1,8	1,7
Övriga externa kostnader	-5,3	0,0	0,0	-7,9	-8,5	-6,1	-7,7	-8,7	-6,9	-6,0	-7,9	-5,9	-6,9
Personalkostnader	-7,5	0,0	0,0	-8,5	-8,7	-6,2	-8,3	-8,5	-7,4	-6,7	-9,1	-11,2	-12,7
Rorelseresultat (EBITDA)	2,4	14,7	19,1	1,9	1,4	4,4	2,5	2,8	5,1	6,0	4,5	6,5	4,1
Avskrivningar	-2,1	0,0	0,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,0	-1,8
Goodwillnedskrivningar													
Resultat (EBIT)	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,9	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,3
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,1	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,3
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	0,4	14,7	19,1	-0,6	-0,3	2,2	0,3	0,5	2,8	3,7	2,2	4,5	2,3
Skatter	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,2	-0,3	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	-0,5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,3	1,4	0,5	0,2	2,0	2,7	1,6	3,5	1,8
Nettoresultat (just)	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,9	1,4	0,5	0,2	2,0	2,7	1,6	3,5	1,8

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.

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