

Opus Group

Börjar att leverera

Risk och avkastningspotential

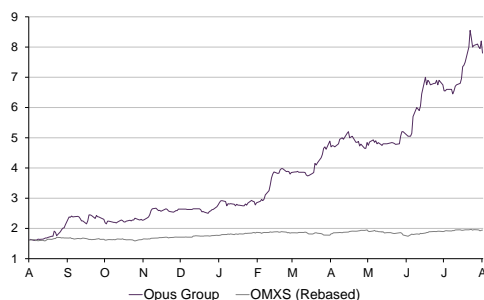
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Hög
Kurs	7.80
Högsta/Lägsta (12M)	8.55/1.60
Antal aktier (m)	231.7
Börsvärde (SEKm)	1,852
Nettoskuld (SEKm)	289
Enterprise Value (SEKm)	2,141
Reuters/Bloomberg	OPUS.ST/OPUS SS
Listning	First North Premiere

Estimat och värdering (SEK)

	2012	2013E	2014E	2015E
Försäljning	469	981	1,157	1,204
EBITDA	30	144	182	202
EBIT	-6	123	175	193
Vinst f. skatt	-11	106	166	187
EPS, just.	-0.01	0.31	0.50	0.56
EK/A	1.14	1.42	1.89	2.43
Utdelning	0.02	0.02	0.02	0.23
V/A Tillv.	NM	NM	62.3	13.0
EBIT Marg.	-1.2	12.5	15.1	16.0
ROE	-0.9	24.2	29.9	25.9
ROCE	-1.4	20.8	28.7	30.1
Nettoskuld/EK	1.21	0.79	0.37	0.16
EV/Fsg.	1.94	2.18	1.85	1.78
EV/EBITDA	30.3	14.9	11.8	10.6
EV/EBIT	NM	17.4	12.2	11.1
P/E, just.	NM	25.6	15.8	13.9
P/EK	2.31	5.51	4.12	3.21
Direktavk.	0.8	0.3	0.3	2.9

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
22/11/2013	Q3-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Nytäckning
Rapport
Viktig händelse

☐
☒
☐

Leverans i Q213

Förväntningarna var höga på Opus inför rapporten, att döma av aktiekursens utveckling. Vi bedömer att bolaget infriade dem på många viktiga punkter. Koncernens EBITDA marginal på 18% var bättre än våra förväntningar. Det var upplyftande att se att Opus Bilprovning levererade starka marginaler. Försäljningen var nära vår prognos och tillväxten på 156% i kvartalet drevs av konsolideringen av Opus Bilprovning samt de nya bilprovningkontrakten man tagit i USA.

Plattform lagd i Sverige för fortsatt tillväxt

Under det säsongsmissigt starka Q213 för Opus Bilprovning, ökade Opus sina marknadsandelar något. Så här långt har inte Opus varit någon prisledare utan ligger i vår bedömning under konkurrenterna prismässigt. Vi har i våra prognoser tagit höjd för att EBITDA-marginalen fortsätter att stiga i Opus Bilprovning, drivet av effektiviseringar och en mer differentierad prissättningsstruktur. Merförsäljning utgör ytterligare en potentiell uppsida för den svenska bilprovningen. I kvartalet uppgick EBITDA-marginalen till goda 21%.

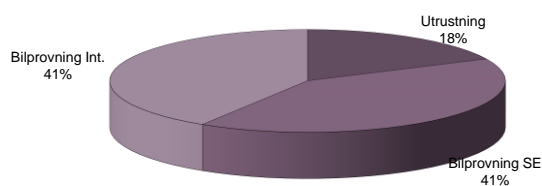
Fler nya kontrakt inom Bilprovning Internationellt

Rensat för en försäkringsersättning utvecklades EBITDA-marginalen i den internationella verksamheten stabilt. Den uppgick till 16,7%. Opus har ännu inte kommit igång med inspektioner i det stora besiktningskontrakt man vann i delstaten New York. Däremot kommer utrustning att börja levereras till stationerna i högre omfattning under det andra halvåret 2013. Dessutom annonserade Opus i mitten av juli att man vann delstaten Virginias statliga bilprovningkontrakt. Detta var emellertid ett väsentligt mindre kontrakt jämfört med New York. En väsentlig upphandling under nästa år blir delstaten Californias besiktningsprogram, som är jämförbart med New Yorks i storlek.

Höjda prognoser

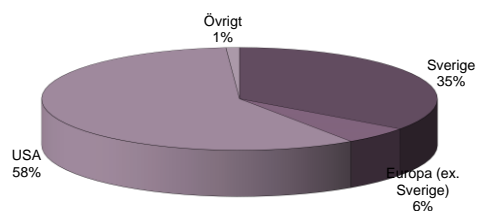
Till följd av en mer optimistisk syn på marknadsutvecklingen för den svenska bilprovningen samt höjda förväntningar på tilläggstjänster i de amerikanska bilprovningkontrakten, höjer vi prognoserna för 14E och 15E med cirka 13-14%. Värderingen ligger i dagsläget på PE 15x (15E) vilket är en bit över snittet för börsen.

Opus Group – Försäljning per segment



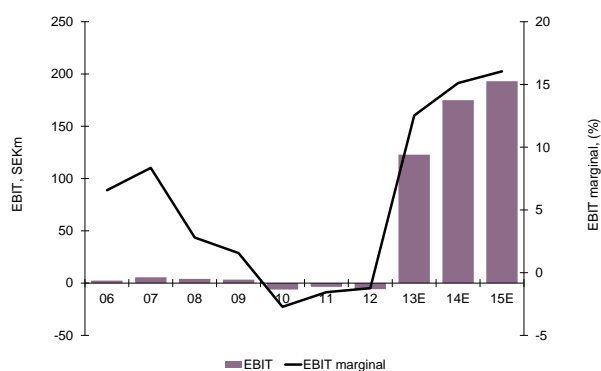
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Försäljning per marknad



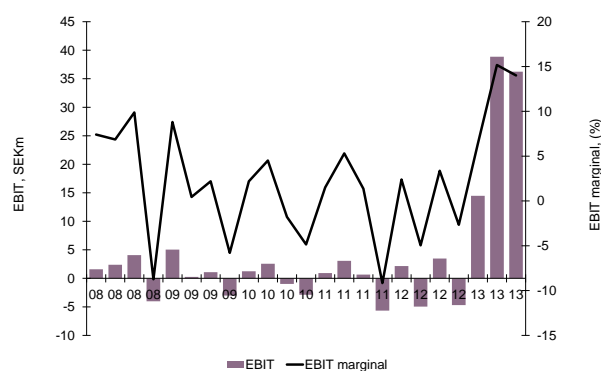
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling, helår



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling, kvartal



Investment case

Ett tillväxtbolag inom bilprovning

Opus utvecklar, producerar och säljer produkter och tjänster inom emissions- och säkerhetskontroll. Produktområdena inkluderar avgasmätare, diagnosutrustning och automatiska testlinjer och tjänsterna består av drift av obligatoriska bilprovningsprogram. Verksamheten spänner över 50 länder. Genom förvärv och organisk tillväxt har företaget expanderat kraftigt sedan 2006 och förväntas 2013 omsätta ungefär SEK 1bn med god vinstmarginal.

Bilprovningen bidrar till kraftig tillväxt 2013E

Opus verksamhet och omsättning växer kraftigt 2013E främst genom förvärvet av Besiktningsskuster 1 AB, 70 st besiktningstationer, från Bilprovningen, numera kallat Opus Bilprovning. Klustret inkluderar bland annat Stockholm, Mälardalen och Norrland. Sedan avregleringen 2009 har det dykt upp privata aktörer på marknaden för bilprovning men Opus blir med förvärvet den största operatören. I januari 2012 förvärvades ESP (USA) i syfte att förstärka dotterbolaget Systech på den nordamerikanska marknaden. ESP är stora på försäljning av utrustning för emissionskontroll och kompletterar Systech utrustnings- och databasteknik som används vid bilprovningsskontrakt. De två bolagen är nu integrerade och sammanslagna i det nya namnet Opus Inspection.

Flera kontrakt tecknade på den amerikanska marknaden

Utöver förvärvet av verksamhet från Bilprovningen har Opus under första halvåret 2012 tecknat två stora bilprovningsskontrakt på den amerikanska marknaden, Wisconsin och North Carolina. Uppstarten av dessa samt förvärvet av bilprovningen i Sverige har belastat resultatet 2012 men förväntas stödja intjäningen redan under andra halvåret 2013. I februari 2013 annonserades även att man vunnit kontraktet för att bedriva bilprovningsskontraktet i delstaten New York. Med start från Q313 väntas detta driva utrustningsförsäljning, för att sedan växla upp i intäkter från bilbesiktningar under 2014E. I juli 2013 annonserades även att man vunnit ett kontrakt i delstaten Virginia.

Kraftig vinstutveckling i prognoserna, låg värdering 2014E

Vi väntar oss en kraftig vinsttillväxt för Opus de kommande åren drivet primärt av nya inspektionskontrakt samt konsolideringen av svenska bilprovningen. Vi bedömer dessutom att det finns utrymme för att öka lönsamheten i den svenska bilprovningen, vilket vi inte tagit höjd för fullt ut i våra prognoser. Värderingen, P/E 15x 2015E är något över snittet på börsen och avspeglar i vår bedömning de ocykliska kvaliténerna i Opus intjäning samt möjligheten till värdeskapande förvärv framledes och ytterligare marginalförbättrande åtgärder.

Opus Group – Våra estimatförändringar (SEK)									
	2013E			2014E			2015E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	1,040	981	-5.7%	1,196	1,157	-3.2%	1,256	1,204	-4.1%
EBIT	119	123	3.3%	151	175	16.1%	164	193	18.1%
EPS just.	0.32	0.31	-4.9%	0.44	0.50	12.8%	0.49	0.56	14.3%

Source: Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Nettoomsättning	36	67	144	214	227	230	469	981	1,157	1,204
Övriga intäkter	1	0	1	9	2	2	2	7	3	4
Personalkostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Övriga rörelsekostnader	-34	-60	-127	-197	-199	-203	-441	-844	-978	-1,005
Resultat före avskrivningar	3	6	18	26	30	29	30	144	182	202
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Goodwill-avskrivningar	-0	-0	-14	-23	-36	-32	-36	-21	-7	-9
Rörelseresultat	2	6	4	3	-6	-4	-6	123	175	193
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-0	-0	-0	-5	-4	-1	-5	-17	-9	-6
Resultat före skatt	2	5	4	-2	-10	-5	-11	106	166	187
Skatter	0	-1	1	-3	0	-1	9	-34	-48	-54
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	2	4	5	-5	-10	-5	-2	72	118	133

Kassaflödesanalys

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Resultat före avskrivningar	3	6	18	26	30	29	30	144	182	202
Förändring av rörelsekapital	-4	-18	-15	-4	-3	8	31	-17	39	-5
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	1	2	3	4	5	6	7	8	8
Kassaflöde från löpande verksamheten	-1	-11	5	25	31	42	67	134	229	205
Finansiella nettokostnader	-0	-0	-0	-5	-4	-1	-5	-17	-9	-6
Betalad skatt	0	-1	1	-3	0	-1	9	-34	-48	-54
Investeringar	-4	-17	-242	-1	-8	-4	-232	-22	-58	-60
Fritt kassaflöde	-6	-29	-236	16	19	37	-162	61	114	85
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-4	-4	-5	-5
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	0	0	0	0	0	50	0	0	0
Övriga justeringar	10	18	158	7	-2	-15	27	27	0	0
Kassaflöde	4	-11	-78	23	17	22	-89	84	109	81
Icke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Nettoskuld, rapporterad	-4	7	84	60	42	19	317	266	165	93

Balansräkning

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	12	203	189	100	102	417	467	490	514
Övriga immateriella tillgångar	5	7	90	65	94	68	67	63	79	94
Materiella anläggningstillgångar	1	2	53	45	45	43	136	137	149	161
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Övriga anläggningstillgångar	0	0	2	1	7	6	39	38	38	38
Summa anläggningstillgångar	6	21	347	301	246	218	658	705	756	807
Varulager	9	22	35	42	38	45	69	72	116	120
Kundfordringar	8	20	31	27	34	41	102	119	174	181
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Likvida medel	7	4	6	15	15	23	97	39	62	135
Övriga omsättningstillgångar	24	47	72	84	88	108	268	230	352	436
SUMMA TILLGÅNGAR	30	68	419	384	333	326	926	935	1,107	1,243
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	20	42	300	277	242	239	262	336	449	578
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Summa eget kapital	20	42	300	277	242	239	262	336	449	578
Långfristig finansiering	2	10	73	53	37	13	324	218	140	140
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	2	3	0	27	26	26	26
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	32	62	62	62
Summa långfristiga skulder	2	10	73	55	40	13	384	306	228	229
Kortfristig finansiering	1	1	17	21	20	29	90	87	87	87
Leverantörsskulder	6	8	14	11	12	15	43	36	174	181
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Övriga kortfristiga skulder	2	6	15	19	19	29	147	169	169	169
Kortfristiga skulder	8	16	46	52	51	73	280	292	430	438
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	30	68	419	384	333	326	926	935	1,107	1,243

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Vinst per aktie, rapporterad	0.04	0.06	0.04	-0.02	-0.05	-0.03	-0.01	0.31	0.50	0.56
Vinst per aktie, justerad	0.04	0.06	0.04	-0.02	-0.05	-0.03	-0.01	0.31	0.50	0.56
Rörelsens kassaflöde/aktie	-0.02	-0.19	0.04	0.12	0.12	0.18	0.24	0.33	0.69	0.58
Fritt kassaflöde per aktie	-0.11	-0.46	-1.64	0.09	0.10	0.19	-0.70	0.26	0.48	0.36
Utdelning per aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.23
Eget kapital per aktie	0.36	0.65	2.09	1.44	1.25	1.24	1.14	1.42	1.89	2.43
Eget kapital per aktie, ex goodwill	0.36	0.47	0.68	0.46	0.73	0.71	-0.67	-0.55	-0.17	0.27
Substansvärde per aktie	0.36	0.47	0.68	0.46	0.73	0.71	-0.67	-0.55	-0.17	0.27
Nettoskuld per aktie	-0.07	0.11	0.59	0.31	0.22	0.10	1.38	1.12	0.70	0.39
EV per aktie	1.31	2.04	1.39	1.30	0.83	0.96	4.04	8.93	8.50	8.19
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	54.8	64.2	143.8	193.1	193.1	193.1	224.9	237.4	237.4	237.4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	54.8	64.2	143.8	193.1	193.1	193.1	230.6	237.4	237.4	237.4

Värdering

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
P/E-tal, rapporterat	37.4	33.8	22.0	NM	NM	NM	NM	25.6	15.8	13.9
P/E-tal, justerat	37.4	33.8	22.0	NM	NM	NM	NM	25.6	15.8	13.9
Kurs/rörelsens kassaflöde	NM	NM	22.4	8.5	5.0	4.7	10.9	23.6	11.3	13.5
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	NM	NM	NM	11.6	6.4	4.5	NM	30.3	16.3	21.7
Fritt kassaflöde/börsvärde	-8.2	-23.8	-205.2	8.6	15.7	22.2	-26.7	3.3	6.1	4.6
Direktavkastning	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	0.8	0.3	0.3	2.9
Utdelningsandel, justerad	0.0	0.0	0.0	NM	NM	NM	NM	6.6	4.0	41.0
Kurs/eget kapital	3.78	2.96	0.38	0.69	0.49	0.69	2.31	5.51	4.12	3.21
Kurs/eget kapital, ex goodwill	3.78	4.11	1.18	2.16	0.84	1.20	NM	NM	NM	29.21
Kurs/substansvärde	3.78	4.11	1.18	2.16	0.84	1.20	NM	NM	NM	29.21
EV/omsättning	1.97	1.97	1.39	1.17	0.70	0.80	1.94	2.18	1.85	1.78
EV/EBITDA	28.4	21.7	11.2	9.5	5.4	6.5	30.3	14.9	11.8	10.6
EV/rörelseresultat	30.0	23.6	49.6	74.9	NM	NM	NM	17.4	12.2	11.1
Aktiekurs, årsslut	1.37	1.93	0.80	0.99	0.61	0.86	2.63	7.80	7.80	7.80
Aktiekurs, årshögsta	1.84	2.26	2.26	1.28	1.10	0.87	2.67	8.55	-	-
Aktiekurs, årslägst	0.60	1.37	0.63	0.60	0.60	0.55	0.85	2.50	-	-
Aktiekurs, årssnitt	1.05	1.81	1.49	0.97	0.91	0.66	1.61	4.65	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	75	124	115	191	118	165	592	1,852	1,852	1,852
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	72	131	200	250	160	185	909	2,141	2,141	2,141

Tillväxt och marginaler

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	83.2	115.7	49.2	6.0	1.3	103.9	109.1	18.0	4.0
Rörelseresultat, årsförändring	-	132.9	-27.6	-16.9	NM	NM	NM	NM	42.4	10.4
Vinst per aktie, årsförändring	-	55.9	-36.4	NM	NM	NM	NM	NM	62.3	13.3
EBITDA marginal	6.9	9.1	12.4	12.3	13.1	12.4	6.4	14.7	15.7	16.8
EBITA marginal	6.9	9.1	12.4	12.3	13.1	12.4	6.4	14.7	15.7	16.8
Rörelsemarginal	6.6	8.4	2.8	1.6	-2.7	-1.6	-1.2	12.5	15.1	16.0
Vinstmarginal, justerad	5.7	7.6	2.7	-0.9	-4.4	-2.0	-2.3	10.8	14.3	15.6
Nettomarginal, justerad	5.5	5.5	3.6	-2.1	-4.4	-2.2	-0.5	7.4	10.2	11.1
Skattesats	-2.0	27.5	-33.0	NM	NM	NM	NM	31.7	29.0	29.0

Lönsamhet

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Avkastning på eget kapital	-	11.9	3.1	-1.6	-3.8	-2.1	-0.9	24.2	29.9	25.9
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	1.5	-1.1	3.1	9.4	15.4
Avkastning på sysselsatt kapital	-	17.1	1.9	0.9	-2.0	-1.3	-1.4	20.8	28.7	30.1
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	3.3	-0.4	3.4	9.0	15.4

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Investeringar	4	17	242	1	8	4	232	22	58	60
Investeringar/omsättning	12.3	24.9	168.5	0.3	3.7	1.6	49.6	2.3	5.0	5.0
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-60.2
Varulager/omsättning	23.7	33.8	24.2	19.6	16.9	19.4	14.6	7.3	10.0	10.0
Kundfordringar/omsättning	23.2	30.3	21.8	12.4	15.0	17.6	21.7	12.2	15.0	15.0
Leverantörsskulder/omsättning	15.4	12.5	9.4	5.3	5.3	6.6	9.2	3.6	15.0	15.0
Rörelsekapital/omsättning	31.5	51.6	36.6	26.6	26.6	30.3	27.2	15.8	10.0	10.0
Kapitalomsättningshastighet	-	1.36	0.59	0.53	0.63	0.70	0.75	1.05	1.13	1.02

Finansiell ställning

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Nettoskuld, rapporterad	-4	7	84	60	42	19	317	266	165	93
Soliditet	66.5	61.7	71.6	72.2	72.5	73.4	28.3	36.0	40.6	46.5
Skuldsättningsgrad	-0.18	0.17	0.28	0.21	0.17	0.08	1.21	0.79	0.37	0.16
Nettoskuld/börsvärde	-0.05	0.06	0.73	0.31	0.35	0.12	0.54	0.14	0.09	0.05
Nettoskuld/EBITDA	-1.5	1.2	4.8	2.3	1.4	0.7	10.6	1.9	0.9	0.5

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

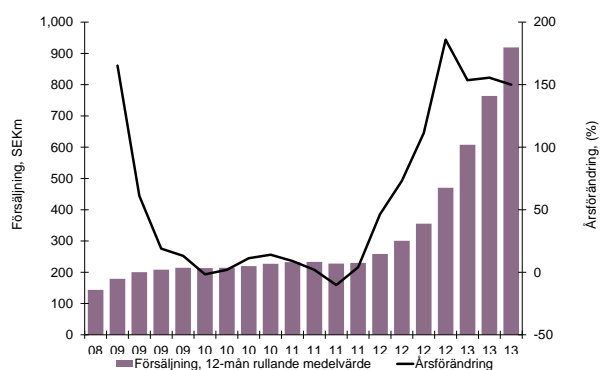
	Q410	Q111	Q211	Q311	Q411	Q112	Q212	Q312	Q412	Q113	Q213	Q313
Nettoomsättning	59	61	58	49	62	90	100	103	177	227	256	259
Övriga intäkter	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	5	1
Övriga rörelsekostnader	-54	-53	-50	-41	-60	-81	-97	-92	-171	-204	-215	-221
Resultat före avskrivningar	6	9	8	8	3	10	3	12	6	24	46	38
Avskrivningar och amorteringar	-9	-8	-5	-8	-8	-8	-8	-9	-10	-10	-7	-2
Rörelseresultat	-3	1	3	1	-6	2	-5	3	-5	14	39	36
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-0	-0	-1	-0	-0	-1	-0	-1	-3	-5	-5	-3
Resultat före skatt	-3	0	3	1	-6	1	-5	3	-8	9	34	33
Resultat före skatt, justerat	-3	0	3	1	-6	1	-5	3	-8	9	34	33
Skatter	-2	-0	-1	-0	0	-3	12	-2	2	-3	-13	-10
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-5	0	2	0	-6	-1	7	0	-6	6	21	23

Tillväxt och marginaler

	Q410	Q111	Q211	Q311	Q411	Q112	Q212	Q312	Q412	Q113	Q213	Q313
Nettoomsättning	14.0	8.9	2.0	-10.2	4.0	46.3	73.1	111.3	186.0	153.5	155.6	150.0
Rörelseresultat	NM	-24.7	20.2	NM	NM	131.6	NM	422.8	NM	574.3	NM	940.6
EBITDA marginal	9.9	14.9	14.5	17.3	4.2	10.8	3.5	11.8	3.2	10.6	18.0	14.7
Rörelsemarginal	-4.9	1.5	5.3	1.4	-9.2	2.4	-4.9	3.4	-2.7	6.4	15.2	14.0
Vinstmarginal, justerad	-5.3	0.8	4.4	1.3	-9.2	1.5	-5.0	2.5	-4.5	4.0	13.2	12.7
Skattesats	NM	42.1	29.3	22.4	NM	213.4	NM	91.0	NM	30.8	37.1	29.0

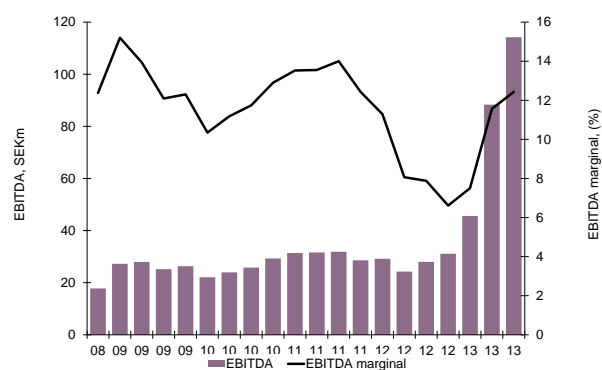
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



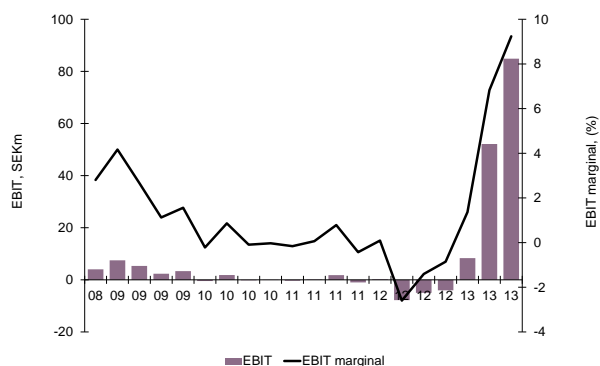
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



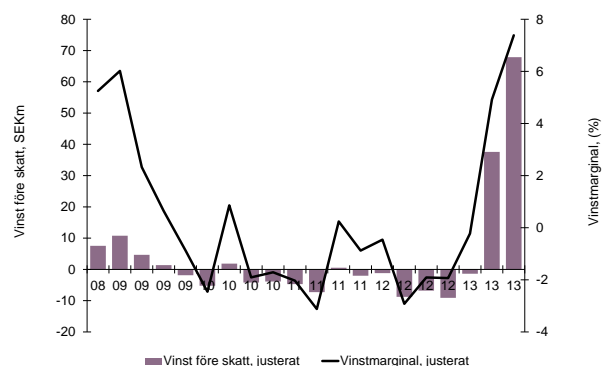
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Denna publikation har sammanställts av Erik Penser Bankaktiebolag för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser kan inte garanteras.

Erik Penser Bankaktiebolags medgivande krävs om hela eller delar av denna publikation mångfaldigas eller sprids.

Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon 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. Informationen i publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller rekommendation 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. Erik Penser Bankaktiebolag 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.

Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat "Etiska Regler" och "Riktlinjer för Intressekonflikter". Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom företaget och bygger på restriktioner (Chinese Walls) i kommunikationerna mellan analysavdelningen och företagets andra avdelningar. Det kan dock föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan det analyserade bolaget och någon annan avdelning än Analysavdelningen. Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat interna restriktioner för när handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsanalys.

I denna publikation har analytikern redovisat och återgett sin personliga uppfattning om bolaget och/eller det finansiella instrumentet. Erik Penser Bankaktiebolag kan erhålla ersättning från bolaget som belyses i analysen. Ersättningen är på förhand avtalad och inte beroende av innehållet i publikationen. Den eller de som sammanställt denna publikation har inget uppdragsförhållande med det analyserade bolaget.

Erik Penser Bankaktiebolag har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bankaktiebolag (*publ.*)
Biblioteksgatan 9 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se