

EMPIR GROUP

KURS (SEK): 26,52

NASDAQ OMX Small Cap

Konsult

- Starkt underliggande marginal
- Konsolidering av Advoco
- Inga större förändringar

Starkt underliggande marginal. Empir Group rapporterade en omsättning om 61,3 MSEK (47,0) motsvarande en tillväxt om 30 procent. Omsättningen var även 14 procent lägre än våra estimat om 71,2 MSEK. Differensen från våra estimat härleds en sämre underliggande tillväxt inom divisionen Empir Solve, bolagets konsultverksamhet. Det redovisade rörelseresultatet uppgick till 2,3 MSEK motsvarande en rörelsemarginal om 3,8 procent. EBIT var således högre än våran prognos om 2,0 MSEK med en marginal om 2,8 procent. Divisionen Empir Serve visade återigen upp starka marginaler vilka var över vår förväntan men differensen förklaras också av att integrationen av förvärv skulle tynga Empir Solve till större grad. Justerat för strukturkostnader om 0,7 MSEK så var rörelsemarginalen 4,9 procent, en stark marginal som visar att inget segment idag belastar helheten.

Konsolidering av Advoco. Empir kommunicerade den 11e april att man genom en apportionering förvärvat 50,3 procent utav Advoco AB som kommer att konsolideras i Q2. Advoco omsatte 30 MSEK under 2017 med en EBT-marginal om 8,3 procent. Framöver kommer bolaget redovisas under segmentet Empir Apply. Det tidigare Empir-ägda bolaget Portify, som idag ligger hos Advoco, har sin verksamhet i att med bokningssystem samt telematik förenkla för fordon i dagens mer utvecklade delningsekonomi. Investeringar i utveckling kommer att ske i Advoco under året. Vi estimerar att 50 procent av kostnaderna kommer aktiveras.

Inga större förändringar. Efter rapporten så behåller vi våra omsättningsestimater för 2018, justerat för avvikelserna i Q1. Vi har haft något för höga antaganden kring Solve vilket tillfälligt bör kunna kompenseras av Advoco. Även antagandena för justerad EBIT 2018 behålls oförändrade, justerat kvartalets differens. Vi förväntar oss stärkta marginaler i Serve medan utvecklingskostnaderna för förvärvet av Advoco förväntas pressa ner marginalen under 2018. EPS justeras ner givet ett ökat antal aktier från apportioneringen samt den pågående företrädesemissionen där vi antagit en täckning om 50 procent.

BOLAGSBESKRIVNING

Empir, grundat 1987 och noterat på Nasdaq OMX Small Cap, är ett IT-tjänsteföretag. Bolaget erbjuder tjänster inom verksamhetsutveckling, systemutveckling & förvaltning, drift & infrastruktur samt utbildning. Primära marknadssegment är finans, försäkring, transport och offentlig sektor.

Analytiker: Stefan Knutsson / Victor Forssell
stefan.knutsson@remium.com, 08 454 32 48

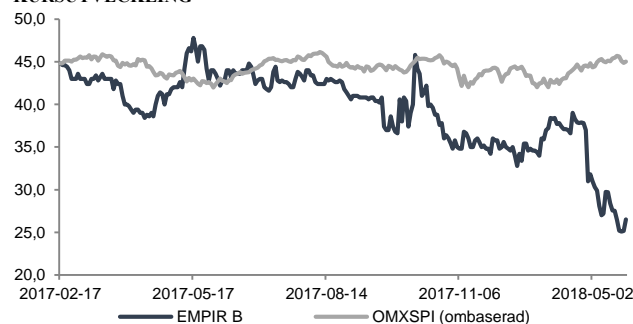
NYCKELDATA

			KURSUUTVECKLING
Marknadsvärde (MSEK)	89,0	1 mån (%)	-20,1
Nettoskuld (MSEK)	-13,2	3 mån (%)	-32,9
Enterprise Value (MSEK)	75,9	12 mån (%)	-43,6
Soliditet (%)	60,1	YTD (%)	-26,3
Antal aktier f. utsp. (m)	3,4	52-V Högst	54,0
Antal aktier e. utsp. (m)	3,4	52-V Lägst	30,0
Free Float (%)	82,0	Kortnamn	EMPIR B

	2016A	2017A	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	156	219	261	276
EBITDA (MSEK)	-0,6	4,7	10,3	12,5
EBIT (MSEK)	-1,5	2,4	7,9	9,8
EBT (MSEK)	-4,0	7,7	7,4	9,8
EPS (just. SEK)	-0,48	0,58	2,01	2,26
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,60	0,60
Omsättningstillväxt (%)	114,0	39,8	19,4	5,5
EPS tillväxt (%)	nmf	nmf	249	12
EBIT-marginal (%)	-1,0	1,1	3,0	3,6

	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E (x)	neg.	26,5	14,5	11,8
P/BV (x)	1,5	1,1	0,8	0,8
EV/S (x)	0,5	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA (x)	46,7	51,2	7,4	6,1
EV/EBIT (x)	119,1	neg.	9,5	7,8
Direktavkastning (%)	0,0	0,0	2,3	2,3

KURSUUTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

HUVUDÄGARE	KAPITAL	RÖSTER
Empir AB	18,1%	15,9%
Rambas AB	7,1%	6,2%
Savenode Aktiebolag	6,1%	5,4%
Arpeggio AB	5,9%	5,2%

LEDNING

		FINANSIELL KALENDER	
Ordf.	Per Hallerby	2Q-rapport	2018-08-23
VD	Lars Save	3Q-rapport	2018-11-08
CFO	Torbjörn Nilsson	4Q-rapport	2019-02-14

RESULTATRÄKNING

MSEK	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	47,0	51,3	50,4	70,2	61,3	65,7	58,5	75,7	73	156	219	261	276	283
Rörelsekostnader	-46,1	-53,7	-52,7	-62,8	-58,3	-63,3	-58,0	-72,1	-76	-160	-215	-252	-263	-267
Aktiveringar	0,0	1,4	0,1	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	2,7	0,0	0,0	0,0
EO poster	-0,8	-0,6	-0,3	4,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	-1,8	-2,1	2,6	-0,7	0,0	0,0
Just. EBITDA	2,0	0,1	-2,0	4,6	3,7	2,4	0,6	3,6	-1,0	-0,6	4,7	10,3	12,5	15,6
Avskrivningar	-0,3	-0,5	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-1,0	-2,3	-2,4	-2,7	-3,4
Just. EBIT	1,7	-0,3	-2,9	3,9	3,0	1,8	0,0	3,0	-1,3	-1,5	2,4	7,9	9,8	12,2
Finansnetto	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,3	0,0	0,0
EBT	0,9	0,4	-2,8	9,1	2,6	1,8	0,0	3,0	-1,4	-4,0	7,7	7,4	9,8	12,2
Skatt	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,7	-0,4	-0,3	-1,0	-1,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (hänförligt moderbolagets aktieägare)	0,9	-0,9	-3,0	7,6	2,6	1,7	0,0	2,9	-2,6	-3,1	4,6	7,2	8,8	11,0
EPS f. utsp. (SEK)	0,02	-0,02	-0,05	0,11	0,76	0,44	0,00	0,74	-0,23	-0,08	0,07	1,83	2,26	2,81
EPS e. utsp (SEK)	0,02	-0,02	-0,05	0,11	0,76	0,44	0,00	0,74	-0,23	-0,08	0,07	1,83	2,26	2,81
Omsättningstillväxt Q/Q	7%	9%	-2%	39%	-13%	7%	-11%	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	14%	21%	70%	60%	30%	28%	16%	8%	42,0%	114%	39,8%	19,4%	5,5%	2,6%
Just. EBITDA marginal	4,3%	0,3%	-4,0%	6,6%	6,0%	3,6%	1,0%	4,8%	-1,4%	-0,4%	2,2%	3,9%	4,5%	5,5%
Just. EBIT marginal	3,7%	-0,6%	-5,7%	5,5%	4,9%	2,8%	0,0%	4,0%	-1,8%	-1,0%	1,1%	3,0%	3,6%	4,3%
EBT-marginal	2,0%	0,8%	-5,6%	12,9%	4,2%	2,8%	0,0%	4,0%	-1,9%	-2,5%	3,5%	2,8%	3,6%	4,3%

KASSAFLÖDE

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Kassaflöde från rörelsen	-2	-2	7	9	12	14
Förändring rörelsekapital	-5	-5	-6	0	0	0
Kassaflöde löpande verksamheten	0	-6	6	9	11	14
Kassaflöde investeringar	1	-1	-30	-11	-6	-6
Fritt kassaflöde	1	-7	-25	-3	6	9
Kassaflöde fin. verksamheten	4	22	26	10	0	0
Nettokassaflöde	5	15	2	8	6	9

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

SEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	-4,64	-1,52	1,36	1,83	2,26	2,81
Just. EPS	-4,64	-1,52	1,36	1,83	2,26	2,81
BVPS	49,46	29,03	32,33	32,43	34,69	37,50
CEPS	0,07	-3,10	1,68	2,25	2,86	3,66
DPS	0,00	0,00	0,00	0,60	0,60	0,60
ROE	-12%	-7%	5%	6%	7%	8%
Just. ROE	-4%	-2%	2%	7%	7%	8%
Soliditet	30%	54%	57%	59%	59%	61%

BALANSRÄKNING

MSEK	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Immateriella tillgångar	31	2	3	5	6	8
Likvida medel	13	28	29	37	43	51
Totala tillgångar	93	110	189	214	228	241
Eget kapital	28	59	109	127	136	147
Nettoskuld	3	-18	-13	-22	-27	-36
Rörelsekapital (Netto)	-1	5	11	4	4	4

AKTIESTRUKTUR

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Antal A-aktier (m)		0,8				
Antal B-aktier (m)		2,6				
Totalt antal aktier (m)		3,4				

BOLAGSKONTAKT

Kungsgatan 64
111 22 Stockholm
+46(0)8 446 55 00
www.empir.se

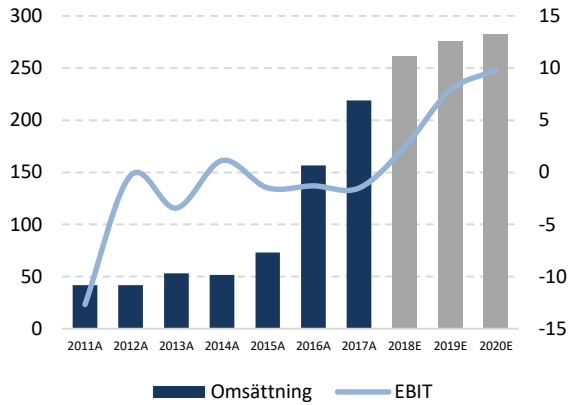
Källor: Bolagsrapporter, Remium Nordic

ESTIMATFÖRÄNDRINGAR

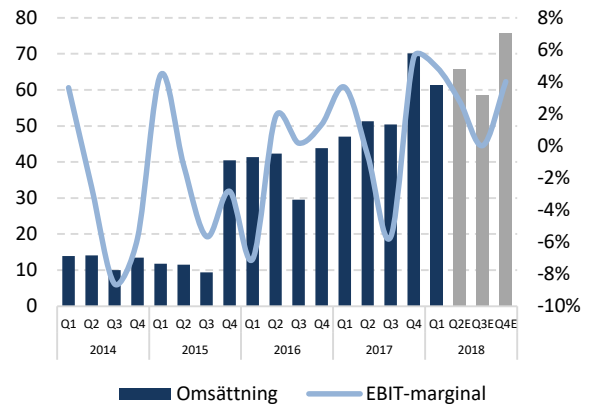
MSEK	1Q2018A			2018E			2019E			
	Estimat	Utfall	Skillnad	Förr	Nu	Förändring	Förr	Nu	Förändring	
Nettoomsättning		71,2	61,3	-14%	269,6	261,2	-3%	276,3	275,6	0%
Just. EBIT		2,0	3,0	52%	6,9	7,9	15%	9,5	9,8	3%
EPS (SEK)		0,60	0,76	27%	2,04	1,83	-10%	2,21	2,26	2%

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)

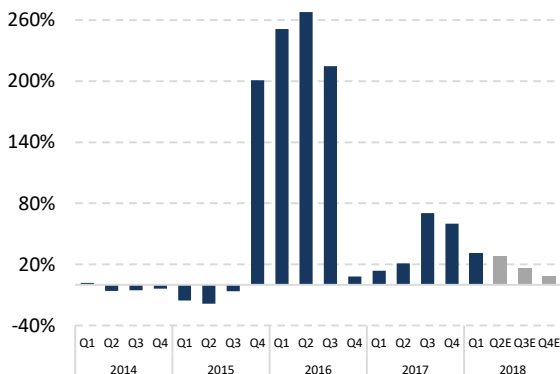


OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)

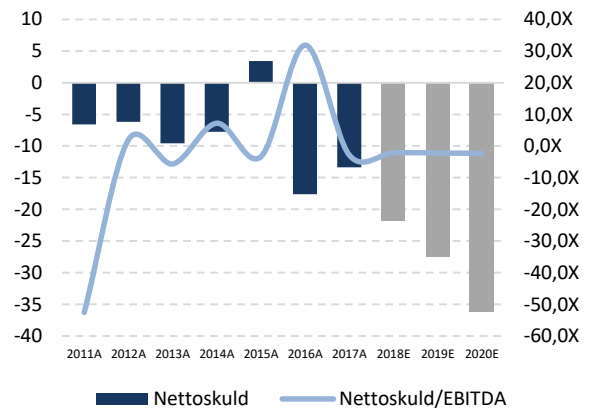


TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y

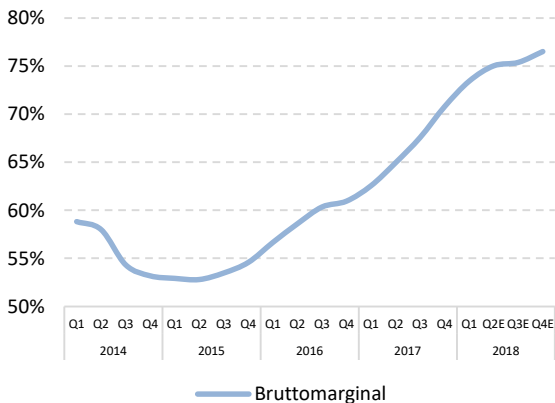


NETTOSKULD & NETTOSKULD/EBITDA

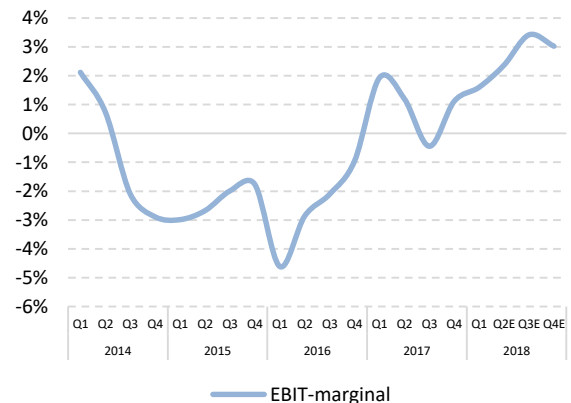


MARGINALUTVECKLING, RULLANDE 12m

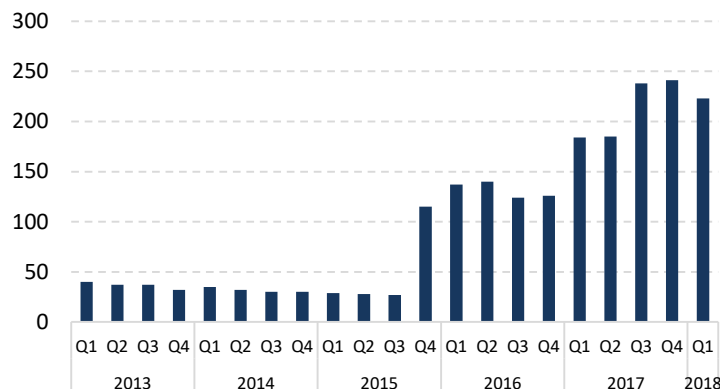
BRUTTOMARGINAL (R12m)



EBIT-MARGINAL (R12m)



ANTAL KONSULTER (INK UNDERKONSULTER)

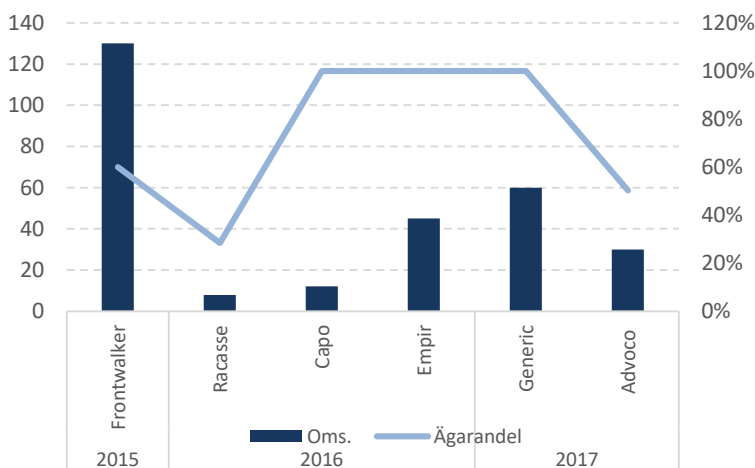


Förnyat fokus på tillväxt

Till vänster ser vi utvecklingen i antalet konsulter som Empir Group (tidigare MSC) sysselsätter vid varje kvartals slut. 2015 blev Lars Save VD för dåvarande MSC Konsult och ett nytt tillväxtkapitel inleddes. En bidragande orsak till den ökande personalskaran har varit förvärven av Frontwalker, Empir Solutions och nu senast Generic. En viktig faktor för att få en konsultbusiness att växa är att öka antalet anställda och då det är svårt att rekrytera på nuvarande marknad har Empir i huvudsak fokuserat på att öka antalet konsulter genom att förvärva bolag.

Källa: Bolagsrapporter, Remium Nordic

FÖRVÄRV SEDAN 2015 (MSEK)



Tydligt förvärvsfokus

Som vi nämnde ovan har Empir Group (tidigare MSC) sedan 2015 fokuserat på tillväxt för att nå en kritisk massa där omsättningen är stor nog att bära de administrativa kostnaderna bättre. 2015 förvärvades Frontwalker med en årlig omsättning om ca 130 MSEK där Empirs ägarandel är 60 procent. Under 2016 gjordes ett par mindre förvärv i Racasse och Capo innan Empir Solutions förvärvades i december. Empir Solutions omsätter ca 40 MSEK på årsbasis. Under 2017 gjordes också ett större förvärv när Generics konsultdel köptes, det förväntas bidra med ca 60 MSEK per år. Troligtvis stannar inte förvärvsresan här, det är istället troligt att Empir fortsätter på den inslagna vägen kommande år.

Källa: Bolagsrapporter, Remium Nordic

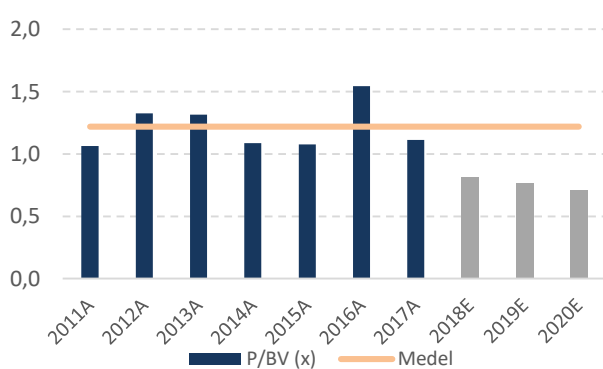
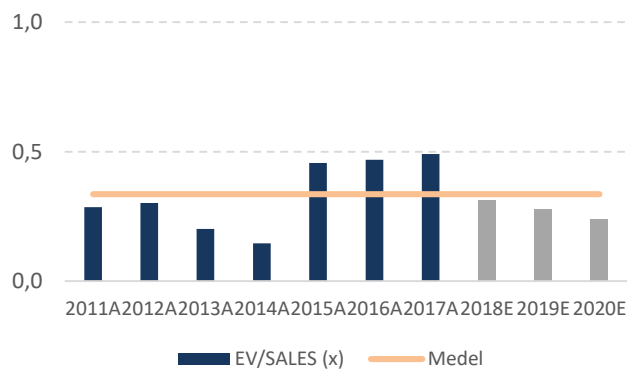
DATA PER DIVISION

(MSEK)	2017				2018				2017A	2018E	2019E	2020E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2E	Q3E	Q4E				
Empir Solve	47	50	48	66	56	54	47	60	210	218	222	227
EBIT	2,7	0,1	-2,4	3,3	2,4	1,9	0,0	3,0	3,8	7,4	8,2	9,1
EBIT-marginal	6%	0%	-5%	5%	4%	4%	0%	5%	2%	3%	4%	4%
Empir Serve	1,4	6,2	6,0	8,1	7,4	7,3	7,2	8,3	21,7	30,2	30,8	31,4
EBIT	0,0	0,0	0,5	1,1	1,3	1,2	1,2	1,5	1,7	5,2	5,4	5,7
EBIT-marginal	2%	0%	9%	14%	17%	16%	17%	18%	8%	17%	18%	18%
Empir Apply	0,0	1,7	1,0	1,3	0,0	8,3	8,0	10,5	3,7	26,7	36,1	37,9
EBIT	-0,2	-0,9	-1,1	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-1,0	-2,7	-3,1	-2,2	0,0
EBIT-marginal	nmf	-54%	nmf	-33%	nmf	-10%	-10%	-10%	-72%	-11%	-6%	0%
Empir Group AB	2,9	3,9	4,6	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1	15,5	16,2	16,4	16,6
EBIT	-1,6	0,0	-0,2	2,3	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-2,2	-2,3	-1,6	-2,5
EBIT-marginal	-56%	0%	-4%	55%	-26%	-10%	-10%	-10%	-14%	-14%	-10%	-15%
Elimineringar	-3,9	-9,0	-9,1	-8,6	-6,3	-8,0	-8,0	-7,5	-30,7	-29,8	-30,0	-30,0

Källa: Bolagsrapporter, Remium Nordic

HISTORISKA NYCKELTAL

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR	L3Y	L5Y
Sales	42	42	53	52	73	156	219	261	276	283		62,0%	39,2%
EBIT	0	-3	1	-1	-1	-2	2	8	10	12		nmf	nmf
EPS	-0,4	-8,3	2,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	1,8	2,3	2,8		nmf	nmf
											AVG.	L3Y	L5Y
P/E (x)	neg.	neg.	17,5	neg.	neg.	neg.	26,5	14,5	11,8	9,4		nmf	nmf
EV/EBITDA (x)	96,1	neg.	6,3	neg.	45,7	46,7	51,2	7,4	6,1	4,3		nmf	nmf
EV/EBIT (x)	neg.	neg.	9,5	neg.	73,4	119,1	neg.	9,5	7,8	5,5		nmf	nmf
EV/SALES (x)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2		0,5	0,4
P/FCF (x)	neg.	neg.	6,0	neg.	37,6	neg.	neg.	neg.	18,3	12,0		nmf	nmf
P/BV (x)	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,5	1,1	0,8	0,8	0,7		1,2	1,2
ROA (%)	-0,5%	-11,4%	4,1%	-4,8%	-4,2%	-3,1%	3,0%	3,6%	4,0%	4,7%		-1,4%	-1,0%
ROE (%)	-1,0%	-21,2%	7,9%	-10,0%	-12,5%	-7,1%	5,4%	6,1%	6,7%	7,8%		-4,7%	-3,2%
ROCE (%)	-1,5%	-20,9%	7,6%	-10,1%	-4,5%	-2,7%	2,5%	5,9%	6,7%	7,8%		-1,5%	-1,4%
ROC (%)	-0,8%	-10,1%	3,3%	-3,9%	-1,5%	-1,2%	1,4%	3,3%	3,8%	4,6%		-0,4%	-0,4%
FCF YIELD (%)	-11,8%	-13,6%	16,7%	-12,0%	2,7%	-8,1%	-20,3%	-2,6%	5,5%	8,3%		-8,6%	-4,2%
DIV. YIELD (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	2,3%	2,3%		0,0%	0,0%
No. of shares (m)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	2,0	3,4	3,9	3,9	3,9			
Market Cap (MSEK)	19	19	20	15	30	91	121	104	104	104			
EV (MSEK)	12	13	11	8	33	73	107	82	76	68			

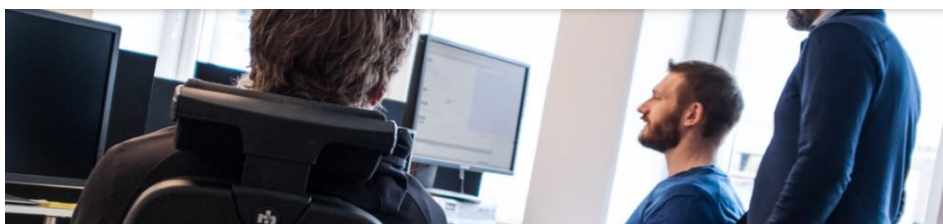
P/BV (x)
***Medel = 1,2**

EV/SALES (x)
***Medel = 0,3**


*Medelvärde baseras på historiska nyckeltal

EMPIR GROUP

Den personliga konsulten

Empir Group, tidigare MSC Group, är en koncern med ett tjugotal självständiga bolag som bedriver verksamhet inom IT. Koncernen har en rikstäckande organisation, stark lokal närvaro med självständiga kontor som levererar tjänster inom allt från systemutveckling till IT-drift av servermiljöer och arbetsplatser samt paketerade applikationserbjudanden. Empirs största kundgrupp finns i dagsläget inom offentlig sektor.



Kundrelationer i fokus

Empir beskriver sig själva som en personlig konsult där relationen mellan kunden och företaget alltid ska stå i fokus. Att ha hög kompetens på konsulterna som hyrs ut är av största vikt för att kunna skräddarsy de lösningar som kunderna vill ha. Kärnan utgörs därför av konsulter med olika inriktning och kompetens men det finns även ett nätverk av underkonsulter och IT-leverantörer för att kunna stärka sitt erbjudande. Bolaget arbetar inom flertalet olika branscher och denna bredd kräver specialistkompetens och kunnande vilket ska täckas utav de tre segmenten Solve, Apply och Serve. Empir har sedan förvärvet utav Empir Solutions integrerats fullt ut valt att dela upp och redovisa utvecklingen i koncernen just i dessa tre segment.

Verksamheten utförs i de tre segmenten; Solve, Serve och Apply

Grunden i Empir utgörs av lång erfarenhet samt spetskompetens för att kunna leverera högkvalitativa IT-lösningar. De olika segmenten hänger till viss del samman men ska även klara av att verka på egen hand.

Namnbyte

Som tidigare kommunicerats bytte MSC Group AB namn till Empir Group AB under januari 2018. I och med detta namnbyte vill man tydligt visa att man sedan hösten 2015 har gjort en transformering av bolaget med nya målsättningar och ett nytt varumärke om än tillväxtplanen fortfarande är starkt förvärvsdriven. Empir fortsätter därför på den inslagna vägen om att förvärva IT-bolag och konsolidera dem. Moderbolaget har emellertid idag endast en renodlad ägarfunktion som sin verksamhet. Empir Group handlas idag under kortnamnet Empir B på Nasdaq Stockholm, Small cap.

Namnbytet till Empir symboliserar ett trendskifte

Finansiella mål

I samband med namnbytet kommunicerade Empir nya finansiella mål samt en reviderad utdelningspolicy. Målen är att nå en nettoomsättning om minst 500 MSEK och EBT-marginal om 7 procent, senast 2021. Den reviderad utdelningspolicyn innebär att utdelningen till aktieägarna ska vara 60 procent av resultatet före skatt om bolagets finansiella ställning tillåter det.

Mål att nå omsättning om 500 MSEK med 7% EBT-marginal

DISCLAIMER

Report completed: 2018-05-25 10:24:09

Legally responsible publisher: Arash Hakimi Fard, Remium Nordic Holding AB ("Remium")
Research performed by: Stefan Knutsson, analyst, Remium.

DISCLAIMER

Content and sources

This document was prepared by Remium for general distribution. The content is based on judgements, recommendations and estimates prepared by Remium's analysts; generally available and public information that has been deemed reliable; or other specified sources. Judgements, recommendations and estimates pertaining to the valuation of financial instruments or companies named in this analysis are based on one or more valuation methods, such as cash flow analysis, key figures analysis, or technical analysis of price movements. Assumptions that are the basis for forecasts, target prices and estimates quoted or reproduced herein are found in the research material from the specified sources. Remium cannot guarantee the accuracy or completeness of external information. The content of the document is based on information that was current as of the date the document was published. Circumstances upon which this document was based may be affected by subsequent events, which naturally cannot be taken into account in this document. Judgements, recommendations and estimates may also change without prior notice. Please see www.introduce.se/analys/disclaimer/ for an explanation of the implications of the recommendations ["buy", "sell" and "hold"].

The document has not been reviewed prior to publication by any company mentioned in this analysis. Unless otherwise stated herein, Remium has not entered into an agreement with any of the companies mentioned to produce the recommendations in this analysis.

Remium's investment recommendations are based on the analyst's opinion as to how the share should be valued when the recommendation is finalized.

Remium's analysts normally update an investment recommendation only if a significant event has occurred that in the considered opinion of the analyst affects the value of the share.

Risks

The information herein must not be construed as a solicitation or recommendation to enter into any transaction. The information is not geared to the individual recipient's knowledge about or experience with investments or his or her financial situation or investment objectives. The information therefore does not constitute a personal recommendation or investment advice. The information must not be regarded as advice concerning the tax consequences of investment decisions. Investors are urged to augment the information provided herein with additional relevant material and to consult a financial adviser before making investment decisions. Remium disclaims any and all liability for direct or indirect losses that may be based on this document. Investments in financial instruments are associated with financial risk. Investments may increase or decrease in value or become worthless. Forecasts of future performance are based on assumptions and there is no guarantee that forecasts will prove to be accurate. Furthermore, historical performance does not guarantee future returns.

Conflicts of interest

Remium has established ethical guidelines and internal rules (policies and procedures) to identify, monitor and manage conflicts of interest. These are intended to prevent, preclude and, where applicable, manage conflicts of interest between the research department and other departments within the company and are based on restrictions (Chinese walls) imposed upon interdepartmental communications. Remium has also established internal rules that govern when trading is permitted in a financial instrument that is the subject of investment research. For more information about Remium's actions to prevent, preclude and manage conflicts of interest, please see www.introduce.se/Remium.

Remium is a market leader in corporate services related to listed small and medium cap companies, within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser, and may perform commissioned and paid research on behalf of the companies that are covered in the research product Remium Review.

For company-specific information on what services Remium provide each company, please visit this link:
https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/remium_affarsrelationer.pdf

The reader of this document may assume that Remium has received or will receive payment from the small and medium cap companies covered in the research in exchange for the performance of corporate financial services, which may lead to conflicts of interest between Remium and clients who read and act upon the research. The remuneration is agreed in advance and is not contingent upon the content of the research.

Companies in the Remium Group, their clients, management, or employees normally own or have positions in securities named herein. **The analyst who has prepared this analysis and his or her family/close associates have no financial interest in the financial instruments and recommendations to which the document refers and do not own or have positions in these financial instruments. Remium's analysts do not receive any remuneration directly connected to any corporate finance services provided by Remium or any of Remium's mandates within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser.**

Please see https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/rem_rek.pdf for information about our historical investment recommendations.

Please see <http://www.introduce.se/analys/disclaimer> for recommendations from the research department during the last twelve months

Distribution of this document

The document is not intended for natural or legal persons that are citizens of or domiciled in a country where distribution, announcement, publication, or participation requires a further prospectus, registration, or measures other than those required under Swedish law and regulations. Such countries include the United States of America, Canada, Australia, Hong Kong, South Africa, New Zealand and Japan. No measures have or will be taken by Remium to permit distribution, announcement and publication in the aforementioned countries.

This document must not be distributed, duplicated, quoted or referred to in such a manner that the content of the document is altered or distorted.