



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 15 februari 2023

Iconovo

Inhalationsplattformarna klara

Nyemission

Iconovo har genomfört en riktad nyemission på 55 mkr före emissionskostnader och tidigare relaterade därför offentliggörandet av bokslutskommunikén för 2022. Iconovo avser att använda likviden från nyemissionen för accelererande och värdeskapande utveckling och satsningar kopplat till bolagets långsiktiga strategi.

Målsättning om 2–3 avtal 2023

Bolaget rapporterar omsättning på 17,1 mkr för helåret 2022 jämfört med 15,4 mkr 2021. Rörelseresultat på -48,4 mkr -26,5 mkr. Utvecklingen av inhalatorn ICOPre har medfört höga utvecklingskostnader framför allt under sista halvåret 2022. Posterna råvaror och förnödenheter samt övriga externa kostnader har varit höga drivet av projektrelaterade inköp och konsultkostnader. Bolaget bedömer att kostnadsnivån kommer normaliseras under 2023 och har målsättning om 2–3 nya avtal under året.

Motiverat värde 67–69 kr per aktie

Vår DCF-modell indikerar ett värde om 68 kr per aktie efter att vi tagit hänsyn till det förändrade antal aktier som uppstått efter emissionen. I övrigt har vi endast gjort marginella förändringar i våra estimat. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 67–69 kr (72–74 kr). Från och med denna rapport redovisar vi totala intäkter, vilket inkluderar nettoomsättning, övriga intäkter samt aktiverat eget arbete. Nettoomsättning 2022 utgjorde 17 mkr, för 2023 räknar vi med cirka 23 mkr.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk															
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	67 - 69 kr													
Totala intäkter	- %	- %	- %	50	47	80	136	Aktiekurs	44,0 kr													
EBITDA, just.	- %	- %	- %	Tillväxt	78%	-7%	72%	70%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	- %	- %	- %	EBITDA, just.	-39	-33	-4	32	Kursutveckling 12 mån													
Kommande händelser				EBIT, just.	-48	-46	-18	18														
Q1 - rapport	28-april-2023			EPS, just.	-5,4	-4,5	-1,8	1,6	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser	✓																					
Transaktioner 12m		✓																				
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Antal aktier	10m			EK/aktie	10,1	8,9	7,1	8,8														
Börsvärde	440			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Nettoskuld	(53)*			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	14,9%														
EV	387			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	20,7%														
Free float	75%			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	16,0%														
Daglig handelsvolym, snitt	21k			EV/Sales	8,6x	8,5x	4,9x	2,9x														
Bloomberg Ticker	ICO SS EQUITY			EV/EBITDA	-	-	-	12,3x														
* adderat nyemissionen				EV/EBIT	-	-	-	22,2x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	-	26,1x														
Peter Sellei, peter.sellei@penser.se				P/EK	4,9x	4,8x	6,0x	4,9x														
Hugo Lisjo, hugo.lisjo@penser.se				FCF yield	-	-	-	1%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	0,1x	-6,3x	0,7x														

Investment case

Iconovo utvecklar inhaleringsutrustning primärt för behandling av astma och kroniskt obstruktiv lungsjukdom (KOL). Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota, symptomen kan endast lindras. Den vanligaste behandlingsmetoden är att läkemedel inhaleras. Statistik från Världshälsoorganisationen (WHO) visar att KOL var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen år 2015. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 384 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ca 50% av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Astma har ökat stadigt de senaste 50 åren och sjukdomen är framför allt vanlig i den industrialiserade världen. I Sverige är ca 10% av alla barn och vuxna drabbade. Enligt Global Initiative for Astma (GINA) beräknas över 300 miljoner människor vara drabbade globalt år 2025.

Bolagsprofil

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag att utveckla inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i kombination med royaltyintäkter vid produktens marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, en så kallad "technology access fee", och under utvecklingsperioden erhåller bolaget dels förskott på royalty, dels ersättningar (milestone-ersättningar) som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. I ett utvecklingsprojekt tas en läkemedelsformulering och inhalator fram som tillsammans utgör den slutliga produkten. Samarbetspartnern har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning för hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar. Ett utvecklingsprojekt löper under ett till tre år och är vanligtvis lönsamt för Iconovo under utvecklingstiden. När samarbetspartnern lanserar produkten erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som vanligtvis ligger i intervallet 5–10%. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital som täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produkt lansering.

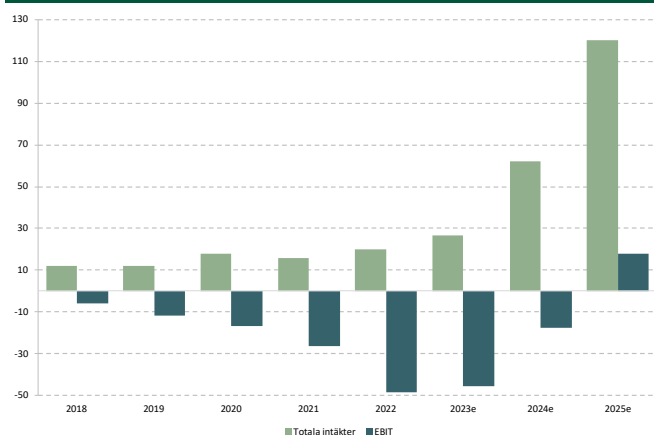
Prognos och värdering

Vår värderingsansats är en klassisk DCF-värdering då vi anser att denna värderingsansats bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Värdet baseras på våra explicita estimat för åren 2023–2034 och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 14,0 procent. I vår modell räknar vi med en kapitalinjektion på 75 mkr under 2024. Vi har endast gjort marginella förändringar i våra estimat och tagit hänsyn till det nya antal aktier i bolaget efter den genomförda emissionen. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 68 kr per aktie. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 67–69 kr (72–74 kr).

Motiverat värde

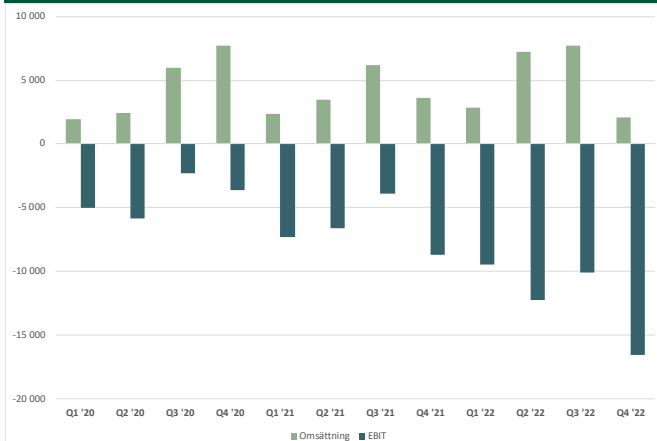
67–69 kr per aktie

Resultatutveckling, helår, mkr



Källa: EPB, Iconovo

Resultatutveckling, kvartal, tkr



Källa: EPB, Iconovo

Ägare & ledning

Största aktieägare	Aktier (tusental)	Kapital
Mats Johansson	981	11,1%
Eiffel Investment Group SAS	1 012	9,9%
Orest Lastow	665	7,5%
Handelsbanken Fonder	650	7,4%
Andra AP-fonden	425	4,8%
Carl Forslund	412	4,7%
Johan Lundgren	412	4,7%
Mårten Rittfeldt	412	4,7%
Johan Forslund	409	4,6%
Länsförsäkringar Fonder	361	4,1%
Totalt, 10 största aktieägare	5 740	56,1%
Totalt övriga	4 483	43,9%
Totalt antal aktier	10 223	100,0%

Ledande befattningshavare

Ordförande	Gunnar Gårdemyr
Verkställande direktör	Johan Wåborg
Finansdirektör	Henrik Damkjær

Källa: Holdings, 14-02-2023

Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	290 879
PV of terminal value (perpetuity formula)	347 474
Enterprise value	638 353
Latest net debt	-53 415
Minority interests & other	0
Equity value	691 768
No. of shares outstanding (thousand)	10 223
Equity value per share (SEK)	68

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	32,1	23,8	10,2
EV/EBITDA	-16,3	-19,4	-158,1
EV/EBIT	-13,2	-14,0	-36,0
EV/NOPLAT	-16,6	-17,6	-45,4
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			44,9

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	11,9%
Beta	0,7
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions

Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	35,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20,6%

Sensitivity analysis

WACC	Long-term growth rate				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
13,0%	74	76	78	80	83
13,5%	69	71	72	75	77
14,0%	64	66	68	69	71
14,5%	60	62	63	65	66
15,0%	56	58	59	60	62

WACC	Long-term EBIT margin				
	30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%
13,0%	70	74	78	82	86
13,5%	65	69	72	76	80
14,0%	61	64	68	71	74
14,5%	57	60	63	66	69
15,0%	53	56	59	62	65

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	12	12	18	15	17	21	62	120	188
Övriga rörelseintäkter	3	5	5	13	33	26	18	16	15
Totala intäkter	15	17	23	28	50	47	80	136	203
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-7	-30	-24	-23	-21	-21
Bruttoresultat	12	16	21	22	20	23	57	115	182
Försäljningskostnader	-12	-19	-24	-31	-37	-41	-45	-64	-75
Övriga rörelsekostnader	-4	-7	-10	-12	-22	-15	-16	-19	-23
EBITDA	-4	-9	-13	-21	-39	-33	-4	32	84
EBITDA, justerad	-4	-9	-13	-21	-39	-33	-4	32	84
Avskrivningar	-2	-3	-4	-5	-9	-13	-14	-14	-15
EBITA, justerad	-6	-12	-17	-27	-48	-46	-18	18	69
EBIT	-6	-12	-17	-27	-48	-46	-18	18	69
EBIT, justerad	-6	-12	-17	-27	-48	-46	-18	18	69
Finansnetto	2	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-4	-11	-17	-26	-48	-46	-18	17	68
Resultat före skatt, justerad	-4	-11	-17	-26	-48	-46	-18	17	68
Nettoresultat	-4	-11	-17	-26	-48	-46	-18	17	68
Nettoresultat, justerad	-4	-11	-17	-26	-48	-46	-18	17	68
Intäkstillväxt	-	15%	34%	23%	78%	-7%	72%	70%	49%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	92,0%	95,8%	96,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,9%	36,8%
EPS, justerad	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,46	-1,81	1,65	6,69
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Iconovo, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-6	-12	-17	-27	-48	-46	-18	18	69
Övriga kassaflödesposter	2	3	3	5	9	13	13	13	14
Förändringar i rörelsekapital	3	-3	-2	10	-4	7	-3	-8	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-12	-16	-11	-43	-26	-7	23	74
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	0	-3	-2	-5	-2	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-8	-10	-24	-31	-20	-18	-16	-15
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-8	-13	-26	-36	-22	-20	-18	-17
Fritt kassaflöde	-6	-20	-29	-37	-79	-48	-27	5	57
Förvärv och avyttringar	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
Nyemission / återköp	40	60	1	75	0	50	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	0	25	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	-2
Övriga poster	-4	-4	0	-5	-2	-2	-2	-2	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	37	56	1	70	-3	48	23	-2	-3
Kassaflöde	31	36	-27	33	-82	0	-4	3	54
Nettoskuld	-53	-89	-62	-95	-3	-3	25	21	-34

Källa: Iconovo, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	9	16	23	42	68	80	88	93	97
Materiella anläggningstillgångar	4	2	4	5	20	18	17	15	14
Summa anläggningstillgångar	13	18	27	47	88	98	105	109	112
Kundfordringar	5	3	9	3	11	9	17	31	45
Övriga omsättningstillgångar	2	3	3	3	9	14	19	24	29
Likvida medel och kortfristiga placeringar	53	89	62	95	13	13	9	12	66
Summa omsättningstillgångar	60	96	74	101	33	36	45	67	140
SUMMA TILLGÅNGAR	73	114	101	149	121	134	150	176	252
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	64	109	93	137	89	91	73	90	156
Summa eget kapital	64	109	93	137	89	91	73	90	156
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	0	24	24	23
Långfristiga leasingkulder	0	0	0	0	8	8	8	7	7
Övriga långfristiga skulder	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	5	0	0	0	8	8	32	31	30
Kortfristiga leasingkulder	0	0	0	0	2	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	4	5	8	12	22	32	43	53	64
Summa kortfristiga skulder	4	5	8	12	24	35	45	55	66
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	73	114	101	149	121	134	150	176	252

Källa: Iconovo, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	15%	34%	23%	78%	-7%	72%	70%	49%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	92,0%	95,8%	96,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,8%	44,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,8%	44,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,9%	36,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,9%	36,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,0%	36,3%

Källa: Iconovo, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21%	56%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16%	45%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17%	59%

Källa: Iconovo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	1%	1%	2%	-	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	31%	20%	39%	11%	22%	20%	21%	23%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	19%	23%	23%	27%	44%	53%	53%	55%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	9%	19%	-19%	-5%	-20%	-8%	1%	5%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,5x	0,5x	0,7x	1,1x	1,1x

Källa: Iconovo, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-53	-89	-62	-95	-3	-3	25	21	-34
Soliditet	88%	96%	92%	92%	74%	68%	49%	51%	62%
Nettoskuld / EBITDA	13,2x	9,7x	4,9x	4,5x	0,1x	0,1x	-6,3x	0,7x	-0,4x

Källa: Iconovo, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,46	-1,81	1,65	6,69
EPS, justerad	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,46	-1,81	1,65	6,69
FCF per aktie	-0,91	-2,93	-3,67	-4,20	-8,94	-4,70	-2,69	0,46	5,61
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16
Eget kapital per aktie	9,44	14,0	11,9	15,5	10,1	8,94	7,13	8,78	15,3
Antal aktier vid årets slut, m	6,78	7,78	7,78	8,85	8,85	10,2	10,2	10,2	10,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,78	6,85	7,78	8,85	8,85	10,2	10,2	10,2	10,2

Källa: Iconovo, EPB

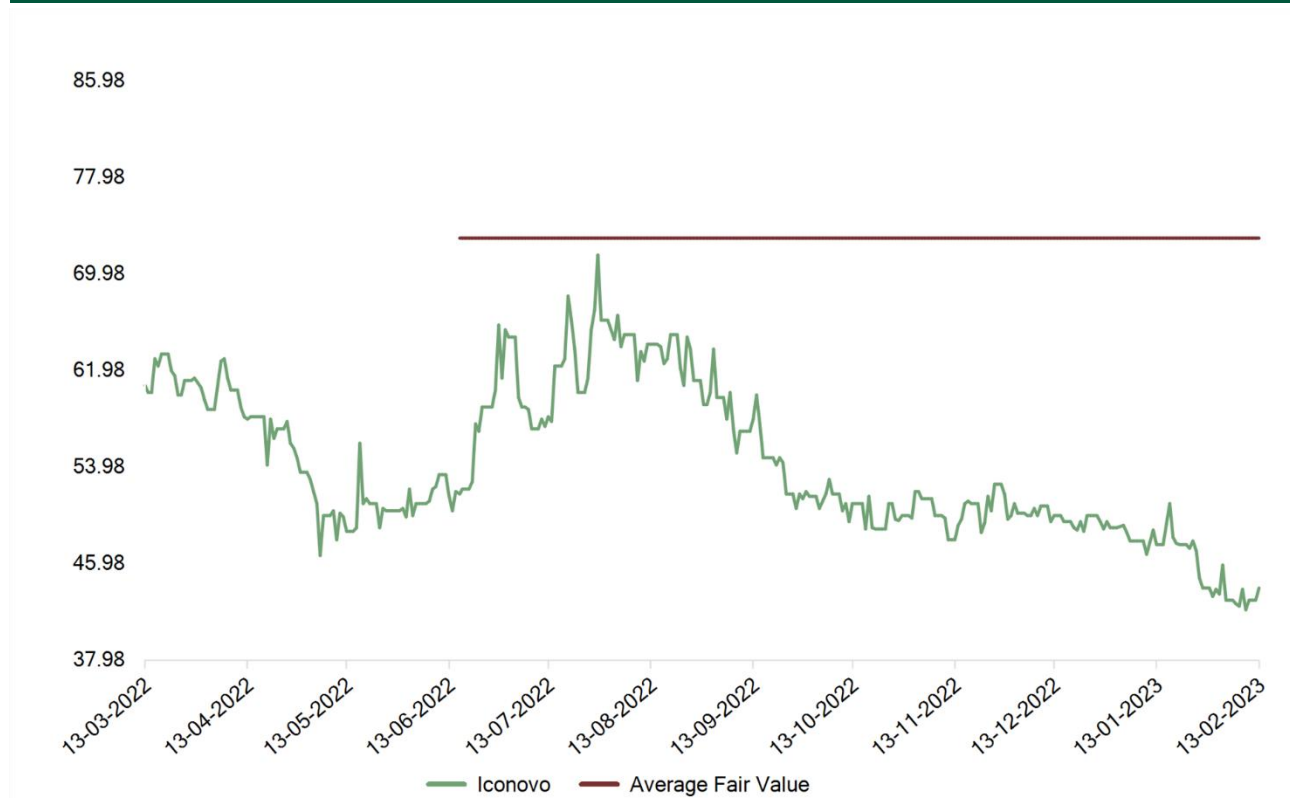
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,1x	6,4x
P/EK	3,7x	5,6x	4,2x	5,0x	4,9x	4,8x	6,0x	4,9x	2,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	94,1x	7,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	13%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%
EV/Sales	12,4x	30,2x	14,4x	20,8x	8,6x	8,5x	4,9x	2,9x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3x	4,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,2x	5,7x
EV	184	517	330	586	430	397	397	397	397
Aktiekurs	35,0	78,0	50,4	77,0	49,0	44,0	44,0	44,0	44,0

Källa: Iconovo, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Iconovo (ICO SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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