



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 May 2021

## Arcoma

### Åter till tillväxt i Q1

#### Inleder 2021 med tillväxt

Arcoma avslutade 2020 med att se tillväxt mot slutet av året, och försäljningen i Q1'21 reflekterar att tillväxten fortsatt in i 2021. För Q1'21 redovisar Arcoma en tillväxt om 10 % y/y. Intäkterna uppgick till 36,9 mkr mot våra estimat om 35 mkr. Rörelseresultatet uppgick till 1,9 mkr mot estimat om 3,6 mkr, där den enskilt största förklaringen till avvikelserna är en lägre bruttomarginal än väntat.

#### Fortsatt ambitiösa tillväxtmål

Vi noterar att Arcoma fortsatt har ambitiösa tillväxtmål med organiska och förvärvsdrivna tillväxtmål. Vi ser att bolaget är välpositionerat med ett attraktivt produktutbud, men att marknaden globalt fortsatt är präglad av osäkerhet och svårigheter att utföra fysiska försäljningsinsatser. Branschbolag ger vissa indikationer på osäkerhet kring framtiden, och Arcomas återhämtning är beroende av vaccineringen.

#### Estimatjusteringar

Vi noterar viss osäkerhet i marknaden, som tydliggörs av att branschbolag indikerar ovisshet inför framtiden. Vi sänker våra intäktsestimater med ca 5 % innevarande år, men lämnar tillväxten 2022-2023e oförändrad. Vi har reviderat diskonteringsräntan och med en WACC om 10 % ser vi ett oförändrat motiverat värde om 23-25 kr per aktie (23 - 25 kr).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	23.00 - 25.00	
EPS, just 21e	0.64	0.77	-16.8%	Sales,m	117	146	187	206	Current price	20.10
EPS, just 22e	1.06	1.2	-11.5%	Sales Growth	(12.2)%	24.5%	28.0%	10.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	1.34	1.51	-11.7%	EBITDA, m	6.9	7.7	21.7	26	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, m	3.6	10.4	17.3	21.7		
Q2-rapport		2021-08-25	EPS, adj	0.12	0.64	1.06	1.34			
Q3-rapport		2021-11-09	EPS Growth	(76.9)%	433.1%	65.6%	26.1%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				Equity/Share	3.9	4.5	5.6	6.9		
Antal aktier		12.8m	Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
Market cap		257	EBIT Marginal	3.1%	7.1%	9.2%	10.6%			
Nettoskuld		(2)	EV/Sales	2.17x	1.75x	1.36x	1.24x			
EV		255	EV/EBITDA	37.0x	33.3x	11.8x	9.7x			
Free Float		33.00%	EV/EBIT	71.0x	24.5x	14.8x	11.7x			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		12.0(k)	P/E, adj	167.5x	31.4x	19.0x	15.0x			
Reuters/Bloomberg		ARCOMA.ST /	P/Equity	5.2x	4.5x	3.6x	2.9x			
ARCOMA.SS			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
			FCF yield	(4.3)%	3.6%	4.6%	5.8%			
			Net Debt/EBITDA	1.2g	(1.2)g	(0.8)g	(1.1)g			
								<b>Analytiker</b>		
										hjalmar.jernstrom@penser.se



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 May 2021

# Sammanfattning

## Åter till tillväxt i Q1

### Investment Case

Vi bedömer att Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, tror vi kommer driva tillväxt i intäkterna framöver. Vidare bedömer vi att effekterna av lönsamhetsprogrammen kommer att påvisa fulla effekter framöver, samtidigt som bolaget prioriterar produktutveckling av befintliga teknikplattformar.

### Bolags profil

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skeletröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

### Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägsen i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelserna ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdering för 2022 motiverar ett värde om 24-25 kr per aktie, men för att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

**DCF synliggör långsiktiga värden.** Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på CAPEX-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Vi bedömer att investeringarna storleksmässigt är ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Vi bedömer att de intensiva investeringarna under 2019–H1'20 i stor utsträckning relaterat till att utveckla Precision-plattformen och att investeringarna framöver kommer att avta. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. Vi bedömer att lagerhållningen kan effektiviseras något mot en långsiktig nivå för WC/Sales om 19 %.

Vi har tillämpat en diskonteringsränta (WACC) om 10 %. Diskonteringsräntan har reviderats och ändrats från tidigare 11 %, vilket kommer av en lägre riskpremie, då vi ser att den minskade investeringstakten stabiliserar kassaflödena. Vår DCF baseras vidare på en tillväxt bortom prognoshorisonten om 2 %. Vår DCF motiverar ett värde i spannet 23-25 kr, vilket också är vårt motiverade värde och oförändrat från senaste uppdateringen. Effekten av WACC-justeringen parerar estimatändringarna och gör att vårt motiverade värde är oförändrat.

### Motiverat värde

23-25 kr

## Kvartalet i detalj och estimatavvikelser

Arcoma inleder året med stark tillväxt om 10 %, och återhämtningen som bolaget identifierade kring årsskiftet fortsätter därmed under första kvartalet. Återhämtningen är som tydligast i Europa, samtidigt som återhämtningen inte fullt blivit synlig i Nordamerika. Med 75 % av försäljningen är Europa inkl Sverige starkt inverkan på koncernens försäljning.

Rörelseresultatet i kvartalet var 1,9 mkr mot estimat 3,6 mkr. Avvikelsen om 1,7 mkr förklaras av en något lägre bruttomarginal än väntat, samtidigt som övriga externa kostnader överskred estimat med ca 1mkr, vilket vi bedömer helt förklaras av dom engångskostnader som var nödvändiga för att uppgradera produktionen för det nya OMNERA 500A-systemet. Bruttomarginalen är i sin tur förhållandevis volatil på kvartalsbasis, och påverkas mycket av försäljningsmixen. En betoning mot eftermarknadsförsäljning höjer bruttomarginalen, och tvärtom för nyförsäljning.

Investeringstakten under tredje kvartalet fortsatte att avta mot föregående kvartal. Under Q1 investerade bolaget 1,5 mkr vilket kan jämföras med investeringar om 1,8 mkr Q4'20 och 3 mkr Q2'20. Vi bedömer att investeringarna kan avta något framöver, då vi räknar med att merparten av investeringarna relaterade till utvecklingen av plattformen Precision i5 är utförda, samtidigt som kontinuerliga investeringar är nödvändiga i en investeringstung bransch.

Parameter	Utfall	EPB		Kommentar
		estimat	Diff	
Intäkter	36,8	35,0	5%	
EBIT	1,9	3,6	-47%	Bruttomarginal, OPEX one-offs

## Estimatjusteringar

Vi bedömer att Arcoma i Q1-presentationen inte är lika optimistiska kring framtiden som i kommunikationen efter Q4'20. Dessutom noterar vi hur branschkollegor ger rätt svaga indikationer för 2021. Bl.a. Amerikanska Akumin guidar för en tillväxt i linje med marknaden för DR-system (7-10 %) för 2021, samtidigt som japanska Shimadzu i sin investerarpresentation för Q1 guidar för att återhämtning för sjukhus och marknaden för medicinutrustning i Asien kan dröja. Dessa uttalanden ger indikationer om marknadsutvecklingen och gör att vi ställer oss försiktiga till den globala återhämtningen kommande kvartal. Mot bakgrund av det sänker vi intäktsestimaten för 2021e med 5%, men lämnar tillväxten oförändrad 2022-2023e. Vi gör marginella justeringar av OPEX för innevarande år, och sänker sammantaget EBIT med 15 % för 2021e.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	146 231	187 175	205 893
Tillväxt	21%	28%	10%
EBIT	10 440,1	17 273,4	21 735,0
Rörelsemarginal	7,1%	9,2%	10,6%
EPS	0,64	1,06	1,34

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	154 158	197 482	217 230
Tillväxt	31%	28%	10%
EBIT	12 231,2	19 679,3	24 821,6
Rörelsemarginal	7,9%	10,0%	11,4%
EPS	0,77	1,20	1,51

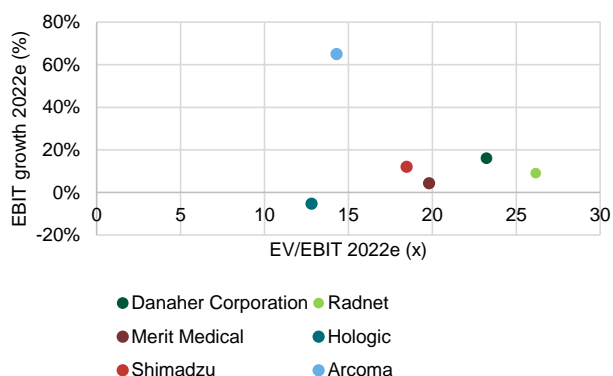
Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	-5%	-5%	-5%
EBIT	-15%	-12%	-12%
EPS	-17%	-12%	-12%



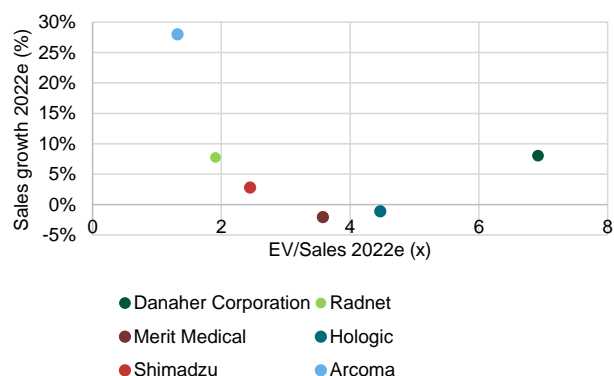
## Jämförelsegrupp i annan kommersiell fas

Nedan visas utvalda data inom vår grupp av jämförelsebolag. Graferna tydliggör Arcomas fas och storlek i relation till övriga aktörer, som är större och i en mer mogen fas lönsamhets- och tillväxtmässigt. Arcoma har mycket starkare tillväxt i EBIT och försäljning under 2022e, samtidigt som EV/Sales och EV/EBIT är lägst eller näst lägst. Förklaring är den relativt sett låga marginalen bolaget visar 2022e, där Arcoma tillsammans med Radnet sticker ut med lägst EBIT-marginaler. Noterbart i sista grafen är att Arcomas bruttomarginal 2022e (40 %) endast är 10 % lägre än snittet för gruppen (50 %), där gruppen endast utgörs av mogna mångmiljardbolag. Detta indikerar mekanismen inom industrin som uppvisar stordriftsfördelar. Vi ser stordriftsfördelarna som en viktig aspekt, som relaterar till både t.ex. utvecklingskostnader och inköp. Mot bakgrund av det ser vi att Arcomas förvävsstrategi är viktig inte bara för att stärka tillväxten utan även för att kunna åstadkomma en ytterligare marginalförstärkning.

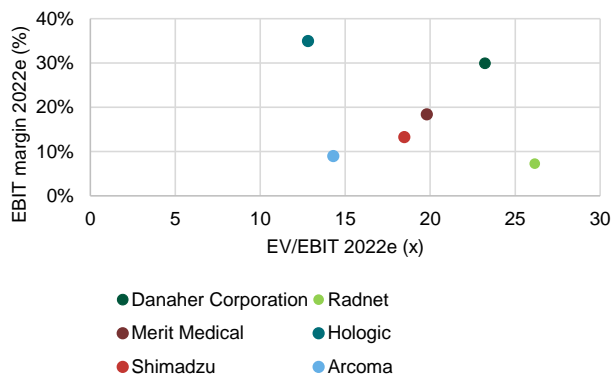
EBIT-tillväxt (%) och EV/EBIT (x) 2022e (kons.)



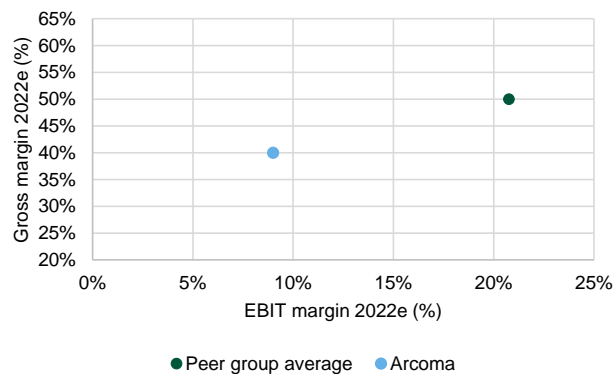
Försäljningstillväxt (%) och EV/sales (x) 2022e (kons.)



EBIT-marginal (%) och EV/EBIT 2022e (kons.)



EBIT-marginal och bruttomarginal (%) 2022e (kons.)



## Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	130	123	102	92	119	134	117	146	187	206
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-75	-73	-59	-55	-73	-82	-72	-88	-112	-124
<b>Bruttovinst</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>82</b>
Personalkostnader	-36	-34	-33	-26	-25	-22	-19	-23	-28	-30
Övriga externa kostnader	-13	-15	-15	-15	-16	-17	-19	-20	-25	-26
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>26</b>
Avskrivningar	-7	-8	-9	-6	-6	-4	-3	-4	-4	-5
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
Finanssella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanssella kostnader	-4	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
Skatter	4	1	2	1	-1	-3	0	-2	-4	-4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>17</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>17</b>

## Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	32	30	23	19	15	17	29	32	33	32
Materiella anläggningstillgångar	2	1	1	1	0	6	1	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	4	6	8	9	8	6	6	6	6	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>40</b>
Varulager	23	21	20	15	20	23	24	23	28	31
Övriga omsättningstillgångar	18	19	16	20	26	30	26	28	34	37
Likvida medel	0	7	5	4	8	2	9	12	20	32
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>82</b>	<b>100</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>104</b>	<b>123</b>	<b>140</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>										
Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	50	58	71	88
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>88</b>
Räntebärande skulder	2	3	2	1	2	0	0	0	0	0
Icke-räntebärande skulder	35	32	32	26	36	39	45	45	52	52
<b>Summa skulder</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>103</b>	<b>123</b>	<b>140</b>

## Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	1	-6	-12	-10	-2	6	4	10	17	22
Icke kassaflödespåverkande poster	1	7	5	6	6	5	3	4	4	4
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	2	-5	-4	0	0	-4	-5	-6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
Investeringar	-5	-5	-1	5	-1	-11	-12	-5	-4	-4
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	5	14	3	3	4	-6	11	-2	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>-9</b>	<b>-18</b>	<b>-32</b>

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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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](http://www.penser.se)