



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 2 July 2021

ScandiDos

Avslutar året med tillväxt

Avslutar året med tillväxt

ScandiDos redovisar intäkter för fjärde kvartalet som uppgår till 16 mkr (14,2 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 13 %. Försäljningen var något under våra estimat om 17 mkr. EBIT uppgick till -0,7 mkr och var därmed starkare än våra estimat om -1,1 mkr, där avvikelsen främst förklaras av en starkare bruttomarginal som i Q4 uppgick till 78 % (65 %) mot förväntade 75 %.

Utsikter

Vi noterar att bolaget ser viss återhämtning i marknader i Europa och USA, samtidigt som Asien fortsatt är belastat av Covid-19. Vi bedömer att effekterna av Covid-19 kommer både från begränsade försäljningsaktiviteter såsom mässor, men även viss försiktighet hos kliniker i termer av investeringar. Vi noterar att flera mässor kommer hållas under 2021, och ser att en återhämtning kan realisera viss uppdämd efterfrågan.

Värdering

Vi värderar bolaget med en DCF-modell enligt antaganden som återges i värderingssegmentet nedan. Intäkterna var något lägre än våra estimat i kvartalet, och vi höjer våra estimat för kostnadsbasen kommande kvartal. Vi sänker vårt motiverade värde till 5,40 - 5,60 kr per aktie (5,50 - 6 kr) och ser fortsatt medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20/21	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	5.40 - 5.60	
EPS, just 21/22e	0.04	0.2	-77.3%	Sales,m	60	72	85	97	Current price	3.80
EPS, just 22/23e	0.14	0.31	-55.2%	Sales Growth	4.7%	20.6%	17.0%	15.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23/24e	0.2	0.2	0.0%	EBITDA, m	4.1	6.5	11.0	14.1		
				EBIT, m	(0.4)	1.8	5.7	8.2		
				EPS, adj	(0.03)	0.04	0.14	0.20		
				EPS Growth	(31.6)%	(100.3)%	212.2%	42.8%		
				Equity/Share	1.1	1.1	1.3	1.5		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(0.6)%	2.4%	6.7%	8.4%		
				ROE (%)	(3.1)%	3.9%	11.0%	13.5%		
				ROCE	(0.5)%	3.7%	10.8%	13.4%		
				EV/Sales	2.48x	2.05x	1.75x	1.53x		
				EV/EBITDA	36.0x	23.0x	13.5x	10.5x		
				EV/EBIT	(423.2)x	84.3x	26.1x	18.2x		
				P/E, adj	(112.6)x	85.0x	27.2x	19.1x		
				P/Equity	3.5x	3.3x	3.0x	2.6x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	2.4%	(0.2)%	(1.1)%	3.1%		
				Net Debt/EBITDA	(2.2)g	(1.4)g	(0.7)g	(0.8)g		

Kommande händelser	
Q1-report	2021-09-25

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	41.5m
Market cap	158
Nettoskuld	(9)
EV	149
Free Float	90.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)
Reuters/Bloomberg	SDOSb.ST/SDOS SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
	hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Avslutar året med tillväxt

Investment Case

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. De två marknadsledande aktörerna Varian och Elekta uppskattar att marknaden för strålterapi kommer att växa med 70% de kommande två decennierna. ScandiDos nya produkt Delta⁴ Discover installeras på linjäracceleratoren till skillnad från Delta⁴ Phantom+, vilket innebär att den potentiella marknaden nu blir dubbelt så stor sett till antal system.

Bolags profil

Cancer är den näst vanligaste dödsorsaken i världen efter hjärt- och kärlsjukdomar. Under 2012 diagnostiserades över 14 miljoner nya cancerfall globalt och 8,2 miljoner människor dog i cancer. Idag lever 32,6 miljoner med cancer (upp till 5 år efter diagnos). De högsta cancerfrekvenserna har noterats i Nordamerika, Europa, Australien och Nya Zeeland. En undersökning från American Cancer Society, publicerad 2016, visade att varannan man och var tredje kvinna i USA kommer att få diagnosen cancer någon gång under sin livstid.

Antalet nya fall förväntas öka med 70% under de kommande två decennierna, vilket visar på ett stort behov av avancerad cancervård. Bidragande faktorer till att antalet cancerfall ökar är den ökade livslängden samt att diagnostiken har förbättrats. Detta leder till att fler cancerfall upptäcks, oftare i ett tidigt skede, vilket förbättrar möjligheterna till överlevnad. De viktigaste metoderna idag för cancerbehandling är kirurgi, strålbehandling och cellgiftsbehandling. En cancerpatient behandlas ofta med en kombination av dessa metoder. Enligt International Atomic Energy Agency (IAEA) finns i dagsläget ca 8 000 strålterapikliniker och ca 11 000 linjäracceleratorer i världen. Detta leder till att marknaden som ScandiDos verkar på står inför en tillväxtresa de kommande åren.

Motiverat värde

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell med ett tioårigt prognosfönster. Centrala antaganden i vår värdering inkluderar en omsättningstillväxt 2023/24 om 15 %, som gradvis avtar för att uppnå 1 % bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 8 %, vilket är lägre än tidigare och justeras mot bakgrund av förändrad riskpremie. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara om ca 5 % av omsättningen. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 5,40 - 5,60 kr per aktie.

Marknad

ScandiDos tillverkar och säljer produkter för kvalitetssäkring inom strålbehandling för cancer. Det finns omkring 200 olika sorters cancer där strålbehandling tillsammans med kirurgi och cellgiftsbehandling är de vanligaste behandlingsmetoderna, som ofta appliceras i kombination. Globalt finns ca 7 500 cancerkliniker och de har tillsammans ca 12 000 linjäracceleratorer. Marknaden för linjäracceleratorer domineras av Varian och Elekta som tillhandahåller linjäracceleratorer, mjukvara och kompletterande produkter. Varian och Elekta har dock själva en begränsad närvaro inom kvalitetssäkring och det finns därmed ett behov av aktörer som tillhandahåller detta själva. ScandiDos uppskattar själva att det säljs omkring 1 200 linjäracceleratorer per år.

Avvikelseanalys

Nedan sammanfattas hur kvartalets utfall står sig jämfört med våra estimat. Intäkterna växte y/y och bolaget kommunicerar att Europa och USA har påbörjat en återkomst till ett normalläge efter pandemin, samtidigt som stor delar av Asien fortsatt är Covid-19-drabbat. Ledningen kommunicerar att man bedömer att Covid-19-effekterna kommer att fortsätta under kommande kvartal.

Tillväxt och kostnadskontroll gör att bolaget är EBITDA-positiva under kvartalet. Den främsta avvikelsen i våra estimat är bruttomarginalen som var 78 % i Q4, 3 procentenheter starkare än våra estimat.

Avvikelseanalys

Parameter	Utfall	EPB	Diff	Kommentar
		estimat		
Intäkter	16,0	17,0	-6%	
EBITDA	0,5	0,0	N/A	Primärt stark bruttomarginal
EBIT	(0,6)	(1,1)	-47%	Primärt stark bruttomarginal
EPS	(0,01)	(0,03)	-67%	

Prognosförändringar

Tabellen nedan sammanfattar våra prognosjusteringar. Vi sänker intäkterna kommande år, med 3 % respektive 2 % för 21/22e respektive 22/23e, och bibehåller därmed tillväxtprognosen för nästkommande år. Vi justerar estimaten för kostnadsbasen för kommande år och bedömer att försäljningskostnaderna sannolikt kommer stiga något från de mycket attraktiva nivåerna under 2020, i takt med att försäljningsaktiviteter såsom mässutställningar kommer tillbaka senare under 2021. Vi ser inget kortsiktigt rekryteringsbehov men bedömer att personalkostnaderna under 21/22e inte fullt kommer återgå till nivåer innan 2020. Vi bibehåller våra estimat kring bruttomarginalen och justerar därmed endast estimat kring rörelsekostnaderna.

Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	72	85	97
Tillväxt	18%	18%	14%
EBIT	1,8	5,7	8,2
Rörelsemarginal	N/A	6,7%	8,5%
EPS	0,04	0,14	0,20

Tidigare estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	74	87	N/A
Tillväxt	21%	18%	N/A
EBIT	8,1	12,8	N/A
Rörelsemarginal	10,9%	14,7%	N/A
EPS	0,20	0,31	N/A

Förändring i %	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	-3%	-2%	N/A
EBIT	-78%	-55%	N/A
EPS	-80%	-55%	N/A

Värdering

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell med antaganden enligt nedan. Centrala antaganden i vår värdering inkluderar en omsättningstillväxt 2024 om 16 %, som gradvis avtar för att uppnå 1 % bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 8 %, vilket är lägre än tidigare och justeras mot bakgrund av förändrad riskpremie. Vi ser en långsiktig EBIT-marginal om 15 %, i linje med sektorkollegor. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara om ca 5 % av omsättningen. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 5,40 - 5,60 kr per aktie. Nedan återges centrala antaganden samt det motiverade värdets känslighet för varierande värden av diskonteringsränta (WACC) och långsiktig rörelsemarginal och tillväxt.

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	5%
Capex (% of sales)	5%
Working cap. (% of sales)	5,0%
Tax rate	21%

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,0%	5,9	6,3	6,7	7,2	7,9
	7,5%	5,5	5,8	6,1	6,6	7,1
	8,0%	5,1	5,3	5,6	6,0	6,4
	8,5%	4,7	4,9	5,2	5,5	5,8
	9,0%	4,4	4,6	4,8	5,1	5,4

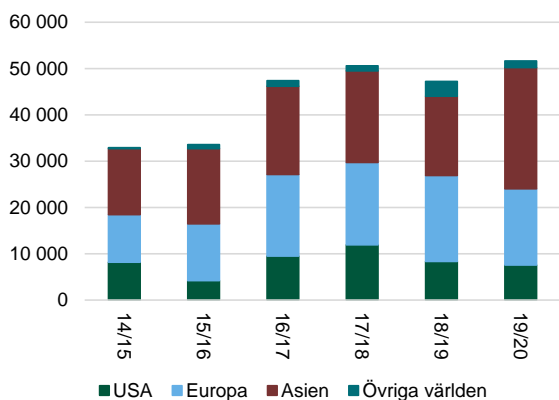
		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	4,9	5,8	6,7	7,7	8,6
	7,5%	4,5	5,3	6,1	7,0	7,8
	8,0%	4,2	4,9	5,6	6,4	7,1
	8,5%	3,9	4,5	5,2	5,9	6,5
	9,0%	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0

Scenarionals

Vi noterar att det föreligger osäkerhet i prognoserna, vilket härstammar från flera faktorer. Försäljningen har bred spridning geografiskt, där försäljningen normalt påverkas av budgeterade investeringar för center, där budgetår är varierande mellan geografiska marknader. Samtidigt är antalet sålda maskiner i relation till intäkter lågt, vilket gör att betydelsen av enstaka affärer är relativt stor för tillväxten i enskilda kvartal. Utöver det har bolaget en hög bruttomarginal vilket medför potential för skalbarhet. Sammantaget innebär detta att en överraskande hög tillväxt för en period kan medföra kraftigt förstärkt EBIT. För att illustrera denna dynamik har vi ett antal scenarion nedan som visar hur tillväxten bortom vårt prognosfönster påverkar det motiverade värdet i vår DCF-modell. Tabellen visar motiverat värde (SEK) och tillväxt (CAGR 2024-2033) i vår DCF-modell, allt annat lika.

Scenarioanalys						
CAGR 2024-2033	3%	5%	7%	9%	11%	13%
Motiverat värde (SEK)	3,9	4,5	5	5,8	6,5	7,3

Intäktsfördelning



Källa: Bolagsrapporter

Intäktsfördelning

Ägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	11,02%	11,02%
Färö Capital AB	9,90%	9,90%
MW Asset Manag.	9,27%	9,27%
SPORE INVEST	7,35%	7,35%
Other	62,46%	62,46%
Chairman		Olof Sandén
CEO		Gustaf Piehl
CFO		Catarina Arkeböck

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	47	51	49	57	60	72	85	97
Övriga intäkter	4	4	3	4	6	5	5	5
Kostnad sålda varor	-12	-14	-12	-15	-14	-17	-19	-22
Bruttovinst	40	41	40	46	53	61	70	80
Försäljningskostnader	-19	-20	-23	-22	-14	-18	-21	-23
Administrationskostnader	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Personalkostnader	-28	-28	-29	-32	-34	-31	-32	-37
Övriga kostnader	-1	-1	-4	-4	0	0	0	0
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-8	-7	-16	-12	4	6	11	14
Avskrivningar	-5	-5	-1	-1	-4	-5	-5	-6
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-12	-12	-18	-13	0	2	6	8
Finansiella intäkter	0	1	1	0	-1	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	0	-1	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-13	-11	-18	-13	-1	2	6	8
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-13	-12	-18	-13	-1	2	6	8
Nettoresultat (just)	-13	-12	-18	-13	-1	2	6	8

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR								
Immateriella anläggningstillgångar	29,6	28,7	32,8	32,5	32,5	37,5	42,5	47,5
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	29,8	29,0	33,4	33,0	33,2	38,2	43,2	48,2
Varulager	14,9	15,6	18,3	20,5	20,5	22,8	24,4	28,0
Kundfordringar	8,1	10,6	13,7	8,7	12,2	2,5	2,7	3,1
Övriga omsättningstillgångar	2,4	1,9	1,8	1,9	2,3	0,7	0,7	0,7
Likvida medel	8,3	9,1	2,0	6,9	9,0	8,9	7,9	11,0
Summa omsättningstillgångar	33,7	37,1	35,8	38,0	44,0	34,9	35,7	42,8
SUMMA TILLGÅNGAR	63	66	69	71	77	73	79	91
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	45,2	47,0	52,8	61,1
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	45,2	47,0	52,8	61,1
Långfristiga finansiella skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	32,0	26,0	26,1	29,9
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	32,0	26,0	26,1	29,9
Summa Eget Kapital och skulder	63	66	69	71	77	73	79	91

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoreultat Rapporterat	-8,6	-7,0	-13,5	-8,7	3,1	1,9	5,8	8,3
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändringar i rörelsekapital	-4,5	-2,2	0,0	3,0	5,7	3,0	-1,7	-0,3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13,2	-9,2	-13,5	-5,7	8,8	4,9	4,1	8,0
Investeringar	-2,5	-3,7	-8,8	-4,1	-4,6	-5,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-15,7	-12,9	-22,3	-9,8	4,1	-0,1	-0,9	3,0
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	18,2	14,2	15,2	14,7	-1,7	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	2,5	1,3	-7,1	4,9	2,5	-0,1	-0,9	3,0
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	-6,2	-8,0	-0,7	-6,9	-9,0	-8,9	-7,9	-11,0

Nyckeltal

Nyckeltal	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
P/E	2,9	3,0	1,6	1,5	3,0	85,0	27,2	19,1
P/EK	3,1	3,2	2,7	1,9	3,5	3,3	3,0	2,6
FCF yield	N/A	N/A	N/A	N/A	2%	0%	-1%	3%
Direktavkastning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	2,8	2,9	1,9	1,4	2,9	2,1	1,8	1,5
EV/EBITDA	-13,5	-16,8	-5,4	-6,6	107,2	23,0	13,5	10,0
EV/EBIT	-9,2	-11,0	-5,4	-6,6	-59,6	84,3	26,1	18,2

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