



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 1 November 2021

Nanologica

Närmare storskalig produktion

Inbromsning i Q3'21


Nettoomsättningen under tredje kvartalet var i nivå med fjolåret, men lägre än föregående kvartal i år. Samtidigt steg rörelsekostnaderna i linje med våra förväntningar och EBIT uppgick till -11,7 mkr (-5,8) (exkl. nedskrivning). Kassaflöde från den löpande verksamheten uppgick till -14,2 mkr (-4,4) och kassan per den sista september till 28,6 mkr. Nuvarande finansiering indikerar ett finansieringsbehov under 2022.

Estimatpåverkan

I det stora hela var rapporten odramatisk. Det verkar dock dröja lite längre innan uppskalningen av produktionen är i mål och därmed ser vi en risk att det kan dröja till H2 2022 innan försäljningen inom preparativ kromatografi lyfter. Vi bedömer även att bolaget på kort sikt prioriterar egna projekt inom drug development som kan begränsa partnerintäkterna 2022. Sammantaget ger det oss anledning att ta ned förväntningarna på 2022.

Vi justerar ned

Bolaget fortsätter att utvecklas i rätt riktning och närmar sig flera viktiga värdehöjande mål vilka kan nås under 2022. På kort sikt anser vi dock att det finns en ökad finansieringsrisk, vilket ligger bakom ett höjt avkastningskrav. Detta tillsammans med lägre prognos är anledning till att vi sänker vårt motiverade värde till 16-17 kr (19-20). Nya avtal är främsta triggers för aktien, medan riskerna är fördröjningar.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	16.00 - 17.00
EPS, just 21e	-1.47	-1.21	-21.9%	Sales,m	16	14	55	101	Current price	SEK12.90
EPS, just 22e	-1.11	-0.94	-17.2%	Sales Growth	75.1%	(13.9)%	292.2%	86.1%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	-0.65	-0.37	-78.2%	EBITDA, m	(13.9)	(27.2)	(16.6)	(3.1)	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q4 202131 januari 2022</div> <div>Q1 202222 april 2022</div>				EBIT, m	(19.6)	(37.7)	(28.6)	(15.9)		
				EPS, adj	(0.80)	(1.47)	(1.11)	(0.65)		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
				Equity/Share	3.3	1.9	1.0	1.7		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				EBIT Marginal	-%	-%	-%	-%	<div>Analytiker</div> <div>klas.palin@penser.se</div>	
				ROE (%)	-%	-%	-%	-%		
				ROCE	-%	-%	-%	-%		
				EV/Sales	22.69x	26.34x	6.72x	3.61x		
				EV/EBITDA	(26.3)x	(13.5)x	(22.0)x	(119.9)x		
Antal aktier	28.2m			EV/EBIT	(18.7)x	(9.7)x	(12.8)x	(23.1)x		
Market cap	363			P/E, adj	(16.1)x	(8.8)x	(11.7)x	(19.8)x		
Nettoskuld	3			P/Equity	3.9x	6.7x	12.7x	7.6x		
EV	366			FCF yield	(13.4)%	(12.7)%	(3.6)%	(2.0)%		
Free Float	61.00%			Net Debt/EBITDA	2.4g	(0.4)g	(1.5)g	1.3g		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	54.7(k)									
Reuters/Bloomberg	Nica.st/Nica ss									



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 1 November 2021

Sammanfattning

Närmare storskalig produktion

Investment Case

Efter att ha uppnått viktiga framsteg under de senaste åren ser vi förutsättningar för att Nanologica nu går in i en försäljningsmässigt mer expansiv fas. Produktionsuppskalningen inom affärsområdet kromatografi är i slutfasen och förhandlingar med storkunder pågår. Vi förväntar oss att diskussionerna mynnar ut i faktiska avtal under H1 2022 och med det en väsentlig omsättningsökning från H2 2022. Inom bolagets andra affärsområde, drug development, ser vi en spännande utveckling med första partnerprojektet som väntas nå klinisk fas nästa år och därtill förväntar vi oss data och mer tydlighet kring nya interna projekt under 2022. Sammantaget kommer det ge bolaget en tydligare tillväxtprofil, vilket bör tilltala investerare.

Bolagsprofil

Nanologica utvecklar, tillverkar och marknadsför nanoporös silika (kiseldioxid) och bolaget har en unik specialistkompetens i att kontrollera dess form, storlek, porositet och ytegenskaper. Verksamheten indelas i två affärssegment: drug development och kromatografi. Bolaget är verksamt på många platser runt om i världen med distributörer i Asien, Europa och Nordamerika. Huvudkontoret ligger i Södertälje, Sverige, där bolaget även har viss produktion. Vd är Andreas Bhagwani och bolaget hade per den sista september 20 anställda.

Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en kassaflödesvärderingsmodell (DCF), som baseras på estimat för vartdera affärsområde till och med 2030. Framtida kassaflöden är diskonterade med en WACC på 14 procent (12). Vi ser ett relativt närliggande finansieringsbehov, vilket är anledningen till att vi höjt avkastningskravet.

Efter justerade prognoser och WACC tar vi ned vårt motiverade värde till 16-17 kr (19-20). Nedan visas känslighetsanalys på vår värdering.

Känslighetsanalys						
		WACC				
		12%	13%	14%	15%	16%
Terminal EBIT	20%	18,9	16,0	13,7	11,8	10,3
	23%	21,0	17,7	15,1	13,0	11,3
	26%	23,1	19,4	16,5	14,2	12,3
	29%	25,1	21,1	18,0	15,4	13,3
	32%	27,2	22,8	19,4	16,6	14,3

Utfall och estimatförändringar

Nettoomsättningen under Q3 2021 var mer eller mindre oförändrad jämfört med samma period i fjol och uppgick till 2,1 mkr (2,1), vilket var något under vår förväntan (se mer detaljer i vår förra analysuppdatering: [länk](#)). Även rörelsekostnaderna var svagare än vad vi räknat med och ökade till 13,8 mkr (8,7) mot förväntade 12,6 mkr. Avvikelsen förklaras av nedskrivning av NIC-001-projektet om 1,2 mkr. I samband med rapporten snävas rörelsekostnadsguidningen av för helåret till att landa på cirka 50 mkr, från tidigare 50-80 mkr, vår prognos uppgår till 52,7 mkr (tidigare 55,4 mkr).

Bolagets kassaflöde från den löpande verksamheten uppgick under perioden till -14,2 mkr (-4,4) och kassan per den sista september till 28,6 mkr. Medräknat förutbetalda produktionskostnader så ser vi ett kapitalbehov för att täcka förväntade underskott som senast behöver adresseras tidigt under 2023.

Kromatografi-området växer

Jämfört med den mycket svaga utvecklingen inom affärsområdet under H1 2021 syns en viss ljusning och nettoomsättningen steg till 0,8 mkr (0,4). Det är fortsatt analytisk kromatografi som är den huvudsakliga intäktskällan. Analytisk kromatografi är dock inte där framtiden finns för Nanologica, utan bolaget tar sikte mot den större marknaden för preparativ kromatografi (prep). För att hantera ökade volymer inom prep pågår produktionsuppskalning i fabriken hos kontraktstillverkaren i Storbritannien. Uppskalningen går i rätt riktning men med vissa mindre fördröjningar, varför vi förväntar oss att det dröjer in i Q1 2022 innan större volymer kan levereras. Mot bakgrund av detta sänker vi våra prognoser inom prep för H1 2022, mer om det nedan.

Vicore-projektet närmare klinisk fas

Svagheten inom kromatografi-verksamheten har under året vägts upp av en positiv utveckling inom drug development. Det har framför allt handlat om leveranser till samarbetspartnern Vicore Pharma. Deras projekt fortskrider mot en första klinisk studie, vilket för Nanologica betyder lägre intäkter framöver. Effekten har redan börjat bli synlig under Q3 2021 och nettoomsättningen minskade inom affärsområdet till 1,3 mkr (1,7).

Under Q3 2021 kom beskedet att bolaget avslutar utvecklingen av projektet NIC-001 inom gastropares. Förklaringen till beslutet är att fokus i stället flyttas till inhalationsplattformen NLAB Spiro. Vi hade sedan tidigare tagit ut NIC-001 från vår värderingsmodell, då projektet flera gånger fördröjts till följd av pandemin. Därtill har vi tolkat den avtagande kommunikationen kring NIC-001 som att projektet prioriterats ned till förmån för NLAB Spiro-projekten.

I väntan på nya större kundprojekt så förväntar vi oss lägre intäkter de närmaste kvartalen. Istället räknar vi med att nyhetsflödet den närmaste tiden, inom affärsområdet, kommer att kretsa kring bolagets egna projekt och vi ser fram emot tydlighet kring egna, nya projekt under 2022.

Prognosförändringar

Efter rapporten har vi justerat ned våra förväntningarna för försäljningen. Ökat fokus på egna projekt inom drug development och fördröjd försäljningsstart inom prep är anledning. Den lägre prognosen innebär ett snabbare behov av att stärka finanserna. Vi tar upp det som skuld i balansräkningen från 2023. För att ta hänsyn till detta har vi justerat upp avkastningskravet, läs mer under värdering.

Prognosförändringar 2021-2023				
		2021	2022	2023
Nettoomsättning	Nya	13,9	54,5	101,4
	Tidigare	20,1	62,0	101,4
	(%)	-31%	-12%	0%
Drug development	Nya	11,3	15,5	28,5
	Tidigare	12,9	18,5	28,5
	(%)	-12%	-16%	0%
Kromatografi	Nya	2,6	39,0	72,9
	Tidigare	7,1	43,5	72,9
	(%)	-63%	-10%	0%
EBIT	Nya	-37,7	-28,6	-15,9
	Tidigare	-31,4	-24,1	-7,8
	(%)	-20%	-19%	103%
EPS	Nya	-1,49	-1,12	-0,66
	Tidigare	-1,24	-0,96	-0,37
	(%)	-20%	-17%	-78%

På kvartalsbasis har vi tagit ned förväntningarna för Q4 2021 och räknar med en nettoomsättning och rörelsekostnader som är i nivå med utfallet i Q3. När vi blickar in i 2022, är det framför allt från H2 2022 vi förväntar oss en ordentlig intäktsökning.

Kvartalsprognoser 2020-2021 (MSEK)								
	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e
Nettoomsättning	3,7	4,3	2,1	6,1	5,6	4,5	2,1	2,3
Förändring av lager	-0,3	1,9	0,1	-0,9	0,7	0,0	-0,9	0,3
Aktiverat för egen räkning	0,3	0,2	0,8	0,8	0,6	0,4	0,4	0,2
Övriga rörelseintäkter	-0,4	1,1	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,5	0,2
Summa intäkter	3,3	7,6	2,9	6,3	7,0	5,2	2,0	3,0
Råvaror och förnödenheter	-1,3	-1,2	-0,6	-1,0	-3,1	-1,9	-1,4	-1,3
Övriga externa kostnader	-2,6	-4,2	-2,5	-2,2	-3,4	-2,9	-3,4	-3,2
Personalkostnader	-4,0	-4,9	-4,0	-5,1	-5,1	-5,4	-4,6	-5,9
Av-/nedskrivningar	-1,3	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,9	-2,9	-2,9
Övriga rörelsekostnader	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	-1,4	-0,2
Summa rörelsens kostnader	-9,3	-11,6	-8,7	-10,0	-13,8	-13,3	-13,8	-13,4
EBITDA	-4,8	-2,8	-4,3	-2,1	-5,0	-5,2	-8,8	-7,5
EBIT	-6,0	-4,1	-5,8	-3,6	-6,8	-8,1	-11,7	-10,5
Finansnetto	-0,7	-0,1	-0,1	-1,8	-1,1	-1,1	-0,8	-0,7
Res. efter finansnetto	-6,7	-4,2	-5,9	-5,4	-7,8	-9,2	-12,5	-11,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-6,7	-4,2	-5,9	-5,4	-7,8	-9,2	-12,5	-11,2
Antal aktier	16,62	27,70	27,70	27,70	27,79	28,17	28,17	28,17
EPS	-0,40	-0,15	-0,21	-0,20	-0,28	-0,33	-0,45	-0,40

Resultaträkning (MSEK)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	9,2	16,1	13,9	54,5	101,4
Förändring av lager	1,1	0,8	0,1	0,0	0,0
Aktiverat för egen räkning	2,7	2,1	1,5	4,3	4,8
Övriga rörelseintäkter	1,2	1,0	1,0	1,6	2,4
Summa intäkter	14,2	20,0	16,6	60,4	108,6
Råvaror och förnödenheter	-5,3	-4,0	-7,6	-29,8	-50,7
Övriga externa kostnader	-8,5	-11,5	-12,9	-20,6	-28,9
Personalkostnader	-14,5	-18,0	-21,0	-25,7	-30,1
Av-/nedskrivningar	-5,5	-5,7	-10,5	-12,0	-12,8
Övriga rörelsekostnader	-0,5	-0,4	-2,2	-1,0	-2,0
Summa rörelsens kostnader	-34,3	-39,6	-54,2	-89,1	-124,5
EBITDA	-14,6	-13,9	-27,2	-16,6	-3,1
EBIT	-20,1	-19,6	-37,7	-28,6	-15,9
Finansnetto	-1,0	-2,6	-3,7	-2,5	-2,5
Resultat före skatt	-21,1	-22,2	-41,4	-31,1	-18,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-21,1	-22,2	-41,4	-31,1	-18,4

Balansräkning (MSEK)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR					
Immateriella tillgångar	12,6	13,7	14,0	18,1	20,0
Nyttjanderättstillgångar	29,4	29,4	26,2	25,1	24,5
Materiella anläggningstillgångar	1,0	2,0	2,1	2,5	3,0
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	43,0	45,2	42,3	45,7	47,5
Varulager	3,8	4,6	6,0	9,8	12,5
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	3,5	30,2	37,0	27,0	31,0
Likvida medel	1,2	66,4	20,0	6,6	39,2
Summa omsättningstillgångar	8,4	101,2	63,0	43,4	82,7
SUMMA TILLGÅNGAR	51,4	146,3	105,3	89,1	130,2
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	5,4	93,0	54,4	28,6	7,6
Summa Eget Kapital	5,4	93,0	54,4	28,6	7,6
Långfristiga finansiella skulder	6,4	3,7	28,7	29,5	72,4
Leasingskulder	6,5	4,4	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	17,5	27,5	5,0	9,7	18,1
Summa Långfristiga skulder	30,5	35,6	33,7	39,2	90,5
Kortfristiga finansiella skulder	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Leverantörsskulder	1,9	3,0	4,5	5,5	7,6
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder	10,9	12,0	10,0	13,1	21,8
Summa kortfristiga skulder	15,5	17,7	17,2	21,3	32,1
Summa Eget Kapital och skulder	51,4	146,3	105,3	89,1	130,2

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före rörelsekapital ändring	-15,5	-15,6	-30,9	-19,1	-5,6
Förändringar i rörelsekapital	5,7	-27,7	-8,7	10,3	4,1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9,8	-43,3	-39,6	-8,8	-1,5
Investeringar	-30,5	-6,5	-6,8	-4,5	-6,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-40,3	-49,9	-46,4	-13,3	-7,5
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde finansieringsverksamhet	19,5	115,1	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0
Kassaflöde	-20,8	65,2	-46,4	-13,3	32,5

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättningstillväxt	122%	75%	-14%	292%	86%
EBIT tillväxt	na	na	na	na	na
EPS tillväxt	na	na	na	na	na
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Lönsamhet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROCE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-1,3	-0,8	-1,5	-1,1	-0,7
FCF/aktie	-2,4	-1,8	-1,6	-0,5	-0,3
EK/Aktie	0,3	3,3	1,9	1,0	1,6
Antal aktier (milj.)	16,6	27,8	28,2	28,2	28,2

Värdering

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg
P/EK	32,2	4,0	7,2	13,8	8,8
P/FCF	-4,3	-7,5	-8,5	-29,6	-52,9
EV/S	21,6	21,0	29,2	7,7	3,8
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	-127,9
EV/EBIT	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg
Aktiekurs, årets slut	10,5	13,4	14,0	14,0	14,0
EV, årets slut	199,2	339,0	405,7	419,9	390,2

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 målfaldigas 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 Instru-ment 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