



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 18 Februari 2022

## Senzime

### Full fart framåt

#### Full fart framåt

Senzime rapporterade nettoomsättning på 3,7 mkr i Q4'21 (3,5). Jämförelsesiffran innehöll dock en större beställning från bolagets distributör i Sydkorea. Jämfört med Q3'21 steg försäljningen med 161%. För helåret 2021 uppgick tillväxten på den viktiga amerikanska marknaden till drygt 200% och i Europa steg försäljningen 52%. Högre kostnader medgav EBITDA om -21,6 mkr i Q4'21 (-12,3).

#### Förutsättningar för hög tillväxt

Senzime har nu levererat ut mer än 1 000 monitorer samt sålde ca 45 000 sensorer 2021. En stor mängd pågående utprovningar talar för en fortsatt hög tillväxt och bolaget vinner nära nog samtliga upphandlingar de deltar i. Fem universitetssjukhus i USA beslutade i inledningen av 2022 att köpa in TetraGraph. Målsättningen om lönsam omsättning på 200 mkr 2023 bibehålls.

#### Uppsidan kan realiserars i takt med att Senzime närmar sig målen

Vi har sänkt prognoserna något baserat på högre kostnader, men räknar fortsatt med att Senzime når målet om lönsam omsättning på 200 mkr 2023. Motiverat värde uppgår till 33-35 kr per aktie (37-39). Vår bedömning är att aktien kommer att kunna värderas upp i takt med att bolaget visar att de närmar sig målsättningarna och risken för ytterligare kapitalbehov, i takt med det, minskar.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	33.0 - 35.0	
EPS, justerad 22e	-1.28	-0.86	-49.5%	Omsättning, mkr	11	43	201	377	Aktiekurs	SEK20.0
EPS, justerad 23e	0.24	0.87	-72.1%	Tillväxt	18%	288%	371%	88%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	0.68	0.68	0.0%	EBITDA, mkr	(73.2)	(73.4)	30	65		
				EBIT, mkr	(84)	(84)	19	54		
				EPS, justerad	(1.3)	(1.3)	0.2	0.7		
				EPS tillväxt	63%	(2)%	nm	182%		
				EK/aktie	2.4	1.1	1.4	2.1		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(766.8)%	(197.9)%	9.5%	14.3%		
				ROE	(54.5)%	(113.4)%	17.6%	33.2%		
				ROCE	(51.7)%	(101.9)%	19.6%	38.4%		
				EV/Sales	107.3x	27.7x	5.9x	3.1x		
				EV/EBITDA	(16.1)x	(16.1)x	39.1x	18.1x		
				EV/EBIT	(14.0)x	(14.0)x	61.6x	21.8x		
				P/E, justerad	(15.3)x	(15.6)x	82.9x	29.4x		
				P/EK	8.3x	17.7x	14.6x	9.8x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(5.9)%	(5.5)%	1.4%	3.1%		
				Nettosk./EBITDA	1.0g	0.0g	(0.1)g	(0.2)g		

Kommande händelser		
Q1 2022		5 maj
Q2 2022		15 juli
Q3 2022		10 november

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	63m
Börsvärde	1,253
Nettoskuld	(75)
EV	1,178
Free float	74%
Daglig handelsvolym, snitt	52(k)
Reuters/Bloomberg	SEZI.ST/SEZI:SS

#### Kursutveckling 12 mån

#### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 18 Februari 2022

# Sammanfattning

## Full fart framåt

### Investment Case

Senzime har kommit ur startgroparna med sina produkter TetraGraph/TetraSens och fokus ligger på kommersialisering. Behovet i vården av att på ett säkrare sätt kunna bedöma när det är lämpligt att extubera patienter som legat under narkos är stort. Tekniksprånget som Senzime är en drivande del av kommer även att vara en faktor som kan leda till skärpta riktlinjer där noggrann objektiv monitorering kommer att krävas. Bolaget har inlett försäljning i Japan, USA, Australien, Europa och även i Sydkorea. Studier visar tydligt på fördelarna med teknologin. Vi räknar med att bolaget har goda förutsättningar att nå målet om en omsättning på 200 mkr 2023, och lönsam sådan, men ser betydligt högre potential på sikt, vilket vi tror att aktiemarknaden kommer att diskontera i ett tidigare skede. Totalmarknaden är värd 15 mdr kr.

### Bolagsprofil

Senzime utvecklar och marknadsför unika CE- och FDA-godkända medicintekniska lösningar, drivna av unika algoritmer och sensorer för patientnära monitorering under narkos. TetraGraph är ett system som digitalt och kontinuerligt mäter graden av neuromuskulär blockad för att förebygga komplikationer, förbättra klinisk precision och förenkla hanteringen i vården. TetraGraph bidrar till att förebygga komplikationer och möjliggör för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer och därigenom verka för kortare sjukhusvistelser och lägre vårdkostnader. Senzimes vision är en värld utan narkosrelaterade komplikationer och ett säkert uppvaknande för alla patienter.

### Värdering

Vi räknar med att Senzime når målet om 200 mkr i omsättning 2023, vilket även innebär att de är tillräckligt kapitaliserade i dagsläget. Vi ser dock en risk för att saker kan ta längre tid än väntat, bl a till följd av begränsad tillgång till sjukvårdssystemen i spåren av nya nedstängningar. Vår utgångspunkt i DCF-perspektiv är en WACC på 11%. För att ta hänsyn till en risk att Senzime uppnår sin målsättning med fördröjning på ca ett år, och att det i så fall skulle uppkomma ett ytterligare kapitalbehov under prognosperioden så utgår vi dock ifrån ett avkastningskrav på 13,1%, vilket resulterar i ett motiverat värde på 33-35 kr. I takt med att denna risk minskar i spåren av stigande försäljning så ser vi således en potential för ytterligare uppsida.

## DCF - Sammanfattning

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			970
PV of terminal value (perpetuity formula)			1 105
<b>Enterprise value</b>			<b>2 075</b>
Latest net debt			-75
Minority interests & other			
<b>Equity value</b>			<b>2 150</b>
No. of shares outstanding (millions)			63
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>34</b>
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	48,7	10,3	5,5
EV/EBITDA	-28,3	69,0	31,9
EV/EBIT	-24,6	108,4	38,4
EV/NOPLAT	-31,2	137,2	48,6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			20,00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	6,1%
Beta	1,0
Cost of equity	13,1%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
<b>WACC</b>	<b>13,1%</b>

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	18,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	6,8%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,1%	37	38	40	42	43
	12,6%	35	36	37	38	40
	13,1%	32	33	34	36	37
	13,6%	30	31	32	33	34
	14,1%	28	29	30	31	32
		Long-term EBIT margin				
		13,0%	15,5%	18,0%	20,5%	23,0%
WACC	12,1%	31	35	40	44	49
	12,6%	29	33	37	41	45
	13,1%	27	31	34	38	42
	13,6%	25	29	32	35	39
	14,1%	24	27	30	33	36

EPB

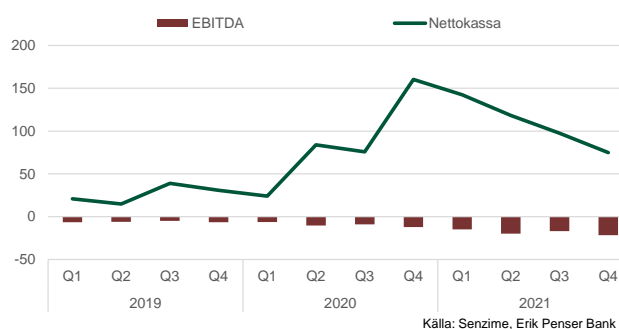
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Crafoordfamiljen	14,6%	14,6%
Handelsbanken Fonder AB	7,5%	7,5%
Segulah Ventures AB / AB Segulah	7,1%	7,1%
Pershing LLC.	6,0%	6,0%
Övriga	64,8%	64,8%

Ordförande	Philip Siberg
Verkställande direktör	Pia Renaudin
Finansdirektör	Erik Bergman (Slavoljub Grujic / Q1'22)
Investerarkontakt	Pia Renaudin
Hemsida	<a href="http://www.senzime.com">www.senzime.com</a>

Källa: Bolaget, Holdings.se

## Likviditet (mkr)



## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,1	6,7	9,3	11,0	42,6	200,8	377,0
Material	-2,2	-2,2	-5,1	-4,5	-14,0	-62,7	-109,2
Personalkostnader	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Externa tjänster	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Försäljnings- utvecklings- och administrationskostnader	-21,6	-27,2	-39,3	-80,1	-102,0	-108,0	-202,8
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,6	1,1	2,9	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,7	-2,8	-1,9	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar	-5,4	-10,8	-11,7	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-21,4</b>	<b>-23,4</b>	<b>-37,1</b>	<b>-73,2</b>	<b>-73,4</b>	<b>30,1</b>	<b>65,0</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-26,8</b>	<b>-34,2</b>	<b>-48,9</b>	<b>-84,2</b>	<b>-84,3</b>	<b>19,1</b>	<b>54,0</b>
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-26,8</b>	<b>-34,3</b>	<b>-49,0</b>	<b>-84,3</b>	<b>-84,3</b>	<b>19,1</b>	<b>54,0</b>
Skatt	1,1	1,5	1,5	2,1	4,2	-4,0	-11,3
<b>Periodens resultat</b>	<b>-25,7</b>	<b>-32,7</b>	<b>-47,4</b>	<b>-82,1</b>	<b>-80,1</b>	<b>15,1</b>	<b>42,7</b>

EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Tillgångar</b>							
Immateriella tillgångar	159,2	93,5	82,2	74,2	64,2	54,2	44,3
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,2	1,3	2,3	3,3	4,3
Nyttjanderätter		0,5	2,6	1,9	5,4	22,2	53,8
Finansiella anläggningstillgångar				1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>159,4</b>	<b>94,2</b>	<b>85,0</b>	<b>79,1</b>	<b>73,7</b>	<b>81,5</b>	<b>104,1</b>
Varulager	1,0	2,4	4,0	9,0	13,6	42,2	79,2
Kundfordringar	2,7	2,5	3,3	4,9	14,9	70,3	132,0
Övriga fordringar	0,8	0,6	5,9	5,5	17,0	80,3	150,8
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,6	0,4	0,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Likvida medel	32,7	30,9	160,3	74,9	2,0	2,9	10,7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>37,8</b>	<b>36,9</b>	<b>173,9</b>	<b>95,6</b>	<b>48,9</b>	<b>196,9</b>	<b>373,9</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>197,2</b>	<b>131,1</b>	<b>258,9</b>	<b>174,6</b>	<b>122,5</b>	<b>278,4</b>	<b>478,0</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>							
Eget kapital	167,4	110,0	231,3	150,8	70,7	85,8	128,5
<b>Summa eget kapital</b>	<b>167,4</b>	<b>110,0</b>	<b>231,3</b>	<b>150,8</b>	<b>70,7</b>	<b>85,8</b>	<b>128,5</b>
Leasingskuld		0,1	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Avsättningar				1,7	1,7	1,7	1,7
Uppskjuten skatteskuld	19,5	13,4	11,9	9,7	9,7	9,7	9,7
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>19,5</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>
Leasingskulder		0,3	1,1	1,0	3,8	18,1	33,9
Leverantörsskulder	4,8	2,9	4,7	3,9	14,9	70,3	132,0
Övriga kortfristiga skulder	1,1	1,2	5,5	1,9	1,9	1,9	1,9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4,3	3,2	3,1	5,0	19,2	90,3	169,7
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10,3</b>	<b>7,7</b>	<b>14,4</b>	<b>11,8</b>	<b>39,8</b>	<b>180,6</b>	<b>337,4</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>197,2</b>	<b>131,1</b>	<b>258,9</b>	<b>174,6</b>	<b>122,5</b>	<b>278,4</b>	<b>478,0</b>

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	-26,8	-34,2	-48,9	-84,2	-84,3	19,1	54,0
Justeringar	5,9	11,7	12,4	12,9	11,0	11,0	11,0
Erhållna / erlagda räntor	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	-0,3	4,2	-4,0	-11,3
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-20,9</b>	<b>-22,6</b>	<b>-36,6</b>	<b>-71,7</b>	<b>-69,2</b>	<b>26,1</b>	<b>53,6</b>
Förändring av rörelsekapital	3,2	-4,0	-1,7	-9,7	1,8	-6,4	-12,3
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-17,7</b>	<b>-26,6</b>	<b>-38,3</b>	<b>-81,3</b>	<b>-67,3</b>	<b>19,7</b>	<b>41,3</b>
Investeringar i materiella tillgångar	0,0	0,0	-0,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0
Investeringar i immateriella tillgångar	-9,4	-3,8	-0,1	-1,8	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-9,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
Amorteringar av leasingskulder		-0,6	-1,2	-0,9	-3,6	-16,8	-31,5
Nyemission	51,1	29,1	168,9	0,0			
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>51,1</b>	<b>28,6</b>	<b>167,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-16,8</b>	<b>-31,5</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>23,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>129,0</b>	<b>-85,2</b>	<b>-72,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,8</b>
Likvida medel vid periodens början	8,7	32,7	30,9	160,3	74,9	2,0	2,9
Kursdifferens i likvida medel			0,4	-0,2			
Likvida medel vid periodens slut	32,7	30,9	160,3	74,9	2,0	2,9	10,7

EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	114%	39%	18%	288%	371%	88%
EBIT-tillväxt	28%	43%	72%	0%	-123%	182%
EPS-tillväxt	16%	23%	63%	-2%	-119%	182%
Bruttomarginal	67,2%	45,9%	59,0%	67,2%	68,8%	71,0%
EBITDA-marginal	-349,0%	-397,9%	-666,7%	-172,2%	15,0%	17,2%
EBIT-marginal	-510,0%	-523,4%	-766,8%	-197,9%	9,5%	14,3%
Skattesats	5%	3%	3%	5%	21%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	-30%	-21%	-54%	-113%	18%	33%
ROCE	-28%	-20%	-52%	-102%	20%	38%
Investeringar	4	0	3	2	2	2
Investeringar / omsättning	56%	4%	27%	5%	1%	1%
Varulager / omsättning	36%	42%	82%	32%	21%	21%
Kundfordringar / omsättning	38%	35%	45%	35%	35%	35%
Leverantörsskulder / omsättning	44%	51%	36%	35%	35%	35%
Rörelsekapital / omsättning	-25%	-10%	81%	17%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,3x	1,0x	1,0x

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-31	-160	-75	-2	-3	-11
Soliditet	84%	89%	86%	58%	31%	27%
Nettoskuldsättningsgrad	-28%	-69%	-50%	-3%	-3%	-8%
Nettoskuld / EBITDA	1,3x	4,3x	1,0x	0,0x	-0,1x	-0,2x

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,65	-0,81	-1,31	-1,28	0,24	0,68
EPS, justerad	-0,65	-0,81	-1,31	-1,28	0,24	0,68
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,35	-1,11	0,28	0,63
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,2	3,9	2,4	1,1	1,4	2,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	50,1	58,9	62,7	62,7	62,7	62,7

## Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	82,9x	29,4x
P/EK	8,3x	6,1x	9,5x	17,7x	14,6x	9,8x
P/FCF	neg	neg	neg	neg	70,8x	31,9x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerat	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	131,4x	134,3x	123,3x	29,4x	6,2x	3,3x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	41,5x	19,1x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	neg	65,3x	23,0x
Aktiekurs, årets slut	18,2	24,0	22,8	20,0	20,0	20,0
EV, årets slut	882	1 254	1 354	1 251	1 250	1 243

EPB

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)