



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 02 Mars 2022

Lipidor

Närmar sig viktiga data

Odramatiska siffror

Rapporten för Q4 2021 innehöll inga stora överraskningar. Som förväntat hade Lipidor inga intäkter under perioden, då projekten ännu är i utvecklingsfas. Rörelsekostnaderna ökar med en högre aktivitet i projekten och takten var något högre än vad vi hade räknat med. Finansiellt är läget fortsatt stabilt, med en kassa per den sista december 2021 om 51,3 mkr, som vi bedömer ger finansiering in i 2023.

AKP02-studien igång

Den hittills i år viktigaste händelsen var beskedet om att de första patienterna rekryterats till fas 3-studien för AKP02 inom psoriasis. Bolaget vidhåller i rapporten att studien ska kunna genomföras snabbt och med de första resultaten redan under Q2 2022. Totalt ska 294 patienter med lindrig till medelsvår psoriasis behandlas och studien genomförs på 13 olika kliniker.

Justeringar påverkar vårt fundamentala värde

Vi gör vissa justeringar i våra modellantaganden och intar en något mer försiktig hållning. Därtill har vi tagit höjd för stigande riskpremier på aktiemarknaden och höjer därför vår WACC till 16 procent (14). Sammantaget ger det ett motiverat värde på 14-15 kr (18-19).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	14.0 - 15.0	
EPS, justerad 22e	-0.7	-0.5	-46.0%	Omsättning, mkr	15	21	2	43	Aktiekurs	SEK7.3
EPS, justerad 23e	-0.8	-0.6	-34.8%	Tillväxt	24%	0%	(1)%	21%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	0.4	0.4	0.0%	EBITDA, mkr	(21.2)	(20.2)	(24.2)	10.8		
				EBIT, mkr	(21)	(20)	(24)	11		
				EPS, justerad	(0.8)	(0.7)	(0.8)	0.4		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	1.5	0.8	1.0	1.4		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EV/Sales	10.4x	7.6x	80.3x	3.7x		
				EV/EBITDA	(7.5)x	(7.9)x	(6.6)x	14.8x		
				EV/EBIT	(7.5)x	(7.9)x	(6.5)x	15.1x		
				P/E, justerad	(9.7)x	(10.4)x	(8.6)x	19.9x		
				P/EK	4.8x	9.2x	7.3x	5.4x		
				FCF yield	(5.9)%	(14.5)%	(12.3)%	4.9%		
				Nettosk./EBITDA	2.4g	1.1g	1.1g	(3.4)g		

Kommande händelser	
Q1 2022	5 maj 2022
Q2 2022	24 aug 2022
Q3 2022	23 nov 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	29m
Börsvärde	211
Nettoskuld	(51)
EV	160
Free float	78%
Daglig handelsvolym, snitt	76(k)
Reuters/Bloomberg	lipi.st/lipi ss

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 02 Mars 2022

Sammanfattning

Närmar sig viktiga data

Investment Case

Viktigaste drivkraften för aktien är bolagets projekt inom psoriasis, AKP01 och AKP02. Det är två projekt i sen klinisk utveckling, med möjlig lansering i EU under 2024. De två projekten har en betydande försäljningspotential som vi bedömer kommer kunna lyfta Lipidor till lönsamhet. En fas 3-studie har påbörjats för AKP02 som ska kunna genomföras relativt snabbt och kostnadseffektivt. Vi förväntar oss data från studien i mitten av 2022, bolaget indikerar att det kan hända redan i Q2. Efter positiva resultat i en fas 3-studie för AKP01 bedömer vi att sannolikheten är hög för positiva resultat även i AKP02-studien, utifrån de stora likheterna mellan projekten. Förra sommarens avtal med Relife S.R.L. ger därtill validering av plattformen och trovärdighet inför en kommande kommersialisering i Europa. Därtill bidrar avtalet till en mer uthållig finansiering och har stärkt vår konfidens kring ledarskapet. Vi upplever att Lipidor är ett okänt bolag för de bredare investerarskara, vilket är en delförklaring till rådande låga förväntningarna på bolaget i marknaden.

Bolagsprofil

Lipidor är ett Stockholmsbaserat, läkemedelsutvecklande bolag som byggt upp en intern projektportfölj och inlett samarbeten med partners kring sin plattform. Formuleringplattformen AKVANO, en vattenfri sprayformuleringsplattform, kan bland annat förbättra upptag och förenkla dosering av läkemedel som administreras via huden. Bolaget har en projektportfölj, där de två mest avancerade är AKP01 och AKP02 som utvecklas inom psoriasis. Därutöver har bolaget tecknat ett exklusivt licensavtal med Cannasure Therapeutics att använda AKVANO i medicinska cannabisprodukter inom sjukdomsområdena psoriasis, atopisk dermatit, smärta och sårsvård. Cannasure siktar på att utveckla receptfria produkter såväl som receptförskrivna läkemedel inom samarbetet.

Värdering

För att värdera Lipidor använder vi en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där varje projekt var för sig värderas och sedan adderas i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Fokus ligger på de kliniska projekten AKP01 och AKP02, där vi ser att det finns en tydlig plan för att driva dessa framåt. Vi har även inkluderat samarbetet med Cannasure, då de framstår som en dedikerad partner för att driva sina projekt framåt, även om tidsramarna fortsatt är relativt osäkra.

Vi gör vissa förändringar i våra värderingsantagande för Lipidor. Exempelvis skjuter vi fram en lansering i Europa av AKP01 till 2024 från tidigare 2023, då vi ännu inte ser något som talar för att en ansökan till regulatoriska myndigheter kommer att lämnas in före en ansökan för AKP02. Därtill drar vi ned sannolikheten för licensavtal utanför Europa till 30 procent från tidigare 50 procent, då vi vill anta en mer konservativ hållning till den potentialen. Dessutom flyttar vi fram tidpunkten för när de första intäkterna från Cannasure till 2023, tidigare 2022. Slutligen har vi justerat upp vårt avkastningskrav (WACC) till 16 procent från 14 procent, som en följd av stigande riskpremier för småbolag på aktiemarknaden.

Nedan visas en känslighetsanalys av värdet per aktie för projekten vid olika avkastningskrav.

Känslighetsanalys värde per projekt (SEK) vid olika WACC	12%	13%	14%	15%	16%
AKP01	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
AKP02	11,3	10,7	10,2	9,7	9,3
Cannasure	2,1	1,9	1,8	1,8	1,7



Sammanfattning

Närmar sig viktiga data

Risker i våra antaganden

Investeringar i läkemedelsutvecklande bolag är förenat med hög risk och nedan belyser vi några viktiga risker som bör betänkas vid en investering.

Fördröjningar i studier: Att bedriva kliniska studier är utmanande, vilket varit tydligt under coronapandemin, där vi sett flertalet bolagen ha svårigheter att rekrytera patienter. Därtill kan det finnas konkurrerande projekt som parallellt pågår och därmed begränsar tillgången på relevanta patienter.

Negativt utfall i studier: Den mest uppenbara risken för ett läkemedelsutvecklande bolag är resultaten från kliniska studier som kan bli negativa. Om utfallet i AKP02-studien inte lever upp till förväntningarna för att motivera inlämning av en registreringsansökan i Europa, bedömer vi, att risken är stor att partnern Relife väljer att kliva av och projektet kan behöva läggas ned.

Finansiering: Att driva klinisk utveckling är kostsamt samtidigt som bolaget saknar löpande kassaflöden att stödja sig mot. Förseningar, fördröjningar eller bakslag kan ändra på förutsättningarna som skapa behov av ytterligare finansiering. Vi bedömer i nuläget att Lipidor är finansierat in i 2023.

Kostnaderna etableras på en högre nivå

Rörelsekostnaderna steg i Q4 2021 till 12,3 mkr (5,7) mot förväntade 9,6 mkr. Det var framför allt övriga externa kostnader som hamnade över vår prognos, som bland annat utgörs av provision till Cadila Pharmaceuticals (ersättning efter fjolårets avtal med Relife S.R.L.) samt kostnader relaterade till projektutveckling av AKP01 och AKP02. Kostnadsposterna är inte nedbrutna i mer detalj, men vi hade inte räknat med ytterligare kostnader till Cadila. Vi har varit lite för försiktiga i våra antaganden kring kostnaderna under H2 2021 och vi bedömer att de kan komma ligga kvar på en högre nivå, åtminstone under H1 2022, vilket är anledning till att vi justerar upp dessa för innevarande år, se nedan.

Vi har även justerat ned resultatprognosen för 2023, då vi känner en ökad osäkerhet om när intäkter från Cannasure-avtalet kan bli aktuella.

Övergripande prognosförändringar (MSEK)		2022E	2023E
Nettoomsättning	Nya	21,0	2,0
	Tidigare	22,2	7,6
(%)		-5%	-74%
EBIT	Nya	-20,2	-24,2
	Tidigare	-14,1	-18,0
(%)		-43%	-35%

De intäkter som vi har för 2024 (se tabellsidor längre bak) inkluderar milstolpsbetalningar, samt de första royaltyintäkterna (riskjusterade) från lansering av AKP01 och AKP02 i Europa.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -8,9 mkr (-5,3) för perioden, med en positiv påverkan av rörelsekapitalförändringar med 3,2 mkr (0,3). Vi ser ingen anledning att denna positiva effekt är bestående och väntar oss därför en omvänt negativ kassaflödeseffekt för 2022. Kassan per den sista december 2021 uppgick till 51,3 mkr, vilket vi bedömer är tillräckligt för att finansiera verksamheten kommande tolv månader. I våra prognoser har vi lagt in en finansiering om 30 mkr för 2023. Vi vill poängtera att det finns en betydande osäkerhet kring vår prognos om storlek och timing för framtida finansieringsbehov.

Attraktivt nyhetsflöde

Mest betydelsefullt för aktien (bolagsspecifika), i det korta till medellånga perspektivet, är utfallet i den pågående fas 3-studien för AKP02. Positiva resultat kan innebära nya milstolpsbetalningar från Relife, tar ned risken i portföljen och ger ytterligare validering av AKVANO-plattformen.

Positiva framsteg har indikerats för Cannasure Therapeutics, vilka planerar att påbörja flera studier för projekt som är baserade på Lipidors AKVANO-teknologi. Närmast i tid verkar det vara en studie inom smärta där Lipidor förväntar sig att en ansökan om att inleda en studie kan lämnas in under H1 2022. Vi har i nuläget ingen större insyn i projektet men hoppas på mer klarhet som kan ge oss en bättre förståelse kring potential och risker.

Utöver dessa två partnerprogram fortsätter bolaget att bygga verksamheten i veterinärdotterbolaget Emollivet. I rapporten framkom inget nytt, men vi uppfattar att det pågår arbete för att komma igång med försäljning.

Resultaträkning (MSEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,3	0,2	0,1	0,6	15,4	21,0	2,0	43,2
Ovriga intäkter	0,0	0,0	0,7	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	0,3	0,2	0,7	0,6	15,6	21,0	2,0	43,2
Aktiverat för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-0,5	-1,4	-4,1	-5,3	-8,6	-9,2	-9,7	-10,4
Övriga externa kostnader	-2,8	-6,5	-10,5	-11,6	-28,3	-32,0	-16,5	-22,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-21,2	-20,2	-24,2	10,8
Avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,3	-21,4	-20,3	-24,4	10,6
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,3	-21,4	-20,3	-24,4	10,6
Finansisella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-21,3	-20,3	-24,4	10,6
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-21,3	-20,3	-24,4	10,6

Balansräkning (MSEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,0	0,3	0,9	1,7	2,5	3,3
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	0,0	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,6	1,1	1,8	2,5	3,3	4,1
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar och övriga omsättningstillgångar	4,0	17,0	0,6	0,5	1,9	3,1	3,4	3,8
Likvida medel	0,6	1,2	27,1	64,3	51,3	21,9	26,9	36,8
Summa omsättningstillgångar	4,5	18,2	27,7	64,8	53,3	25,0	30,3	40,6
SUMMA TILLGÅNGAR	4,6	18,2	28,3	65,9	55,0	27,5	33,7	44,8
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	3,5	14,4	26,8	63,7	43,5	23,1	29,1	39,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	3,5	14,4	26,8	63,7	43,5	23,1	29,1	39,8
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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 icke-räntebärande skulder	1,1	3,7	1,5	2,2	11,5	4,4	4,6	5,0
Summa kortfristiga skulder	1,1	3,7	1,5	2,2	11,5	4,4	4,6	5,0
Summa Eget Kapital och skulder	4,6	18,2	28,3	65,9	55,0	27,5	33,7	44,8

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-21,2	-20,2	-23,6	11,4
Förändringar i rörelsekapital	-0,7	4,8	-1,1	0,9	7,8	-8,2	-0,1	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-3,7	-2,8	-14,9	-15,3	-13,4	-28,4	-23,7	11,4
Investeringar	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,5
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-3,7	-2,8	-15,4	-15,8	-14,2	-29,4	-24,9	9,9
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde finansieringsverksamhet	4,2	3,4	41,4	53,0	1,2	0,0	30,0	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	0,5	0,6	25,9	37,2	-13,0	-29,4	5,1	9,9

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	Na.	-26%	-70%	>100%	>100%	36%	-91%	>100%
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	25%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	25%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	24%
ROE	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	27%
ROCE	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	27%

Aktiedata (SEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad		-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	0,4
Utdelning per aktie		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF per aktie		-0,1	-0,7	-0,6	-0,5	-1,0	-0,9	0,3
EK per aktie		0,7	1,1	2,2	1,5	0,8	1,0	1,4
Antal aktier efter utspädning		19,4	23,6	28,4	29,0	29,0	29,0	29,0

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Direktavkastning			0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/S			Na.	Na.	Na.	Na.	3,0	10,6
EV/EBITDA			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,0	Neg.
EV/EBIT			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,0	Neg.
Aktiekurs (SEK)			7,9	4,8	8,1	8,3	8,3	8,3
EV, årets slut (MSEK)			179,8	119,5	349,6	375,6	317,1	341,5

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