



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 22 Augusti 2022

Bio-Works Technologies

Vind i seglen

Försäljningstillväxten trumfar kostnadsökningarna

Trots att vi förväntade oss en bra utveckling för Bio-Works under H1 lyckades bolaget överträffa våra förväntningar och nettoomsättningen var 11 procent bättre än vad vi räknat med. Även på kostnadssidan var ökningen snabbare än vad vi hade räknat med. Vi ser dock möjligheter till bättre marginaler från H2, då volymerna för vissa nylanserade produkter går upp.

Välfylld orderbok

Orderingången under H1 och i synnerhet Q2'22 var urstark. Trots den starka försäljningen under H1 så går bolaget in i H2 med en välfylld orderbok, där vi förväntar oss att merparten kommer levereras under innevarande år. Efter rapportperiodens utgång har ytterligare en större order annonserats vilket ger oss ökad konfidens om en stark avslutning av 2022. På kostnadssidan ser vi framför oss en mer modest utveckling under H2'22.

Attraktiv tillväxtprofil

Även om den snabba kostnadsökningen under H1 överraskade oss så var det nettoomsättningen och den starka orderingången som var mest betydelsefull. Med nya produkter i marknaden och en växande bas av återkommande kunder känner vi en ökad konfidens kring tillväxteaset i Bio-Works. Vi upprepar vårt motiverade värde på 27-28 kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk					
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	27.0 - 28.0				
EPS, justerad 22e	-1.1	-1	-14.1%	Omsättning, mkr	22	42	71	114	Aktiekurs	SEK19.8			
EPS, justerad 23e	-0.6	-0.7	-3.5%	Tillväxt	203%	90%	70%	61%	Riskenivå	Medium			
EPS, justerad 24e	-0.2	-0.2	0.0%	EBITDA, mkr	(9.1)	(39.6)	(22.2)	(5.6)	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>				
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, mkr	(10)	(40)	(23)	(7)					
				EPS, justerad	(0.4)	(1.1)	(0.6)	(0.2)					
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%					
				H2 2022	17 februari 2023		EK/aktie	3.1			2.0	1.4	1.2
							Utdelning/aktie	0.0			0.0	0.0	0.0
							EV/Sales	27.9x			14.7x	8.6x	5.4x
			EV/EBITDA	(66.9)x	(15.4)x	(27.5)x	(108.8)x						
			EV/EBIT	(62.1)x	(15.3)x	(26.5)x	(89.6)x						
			P/E, justerad	(53.4)x	(17.6)x	(30.5)x	(101.4)x						
			P/EK	6.4x	9.9x	14.5x	17.0x						
			Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
			FCF yield	(1.5)%	(5.8)%	(3.5)%	(1.4)%						
Antal aktier	35m			<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Analytiker</div>									
Börsvärde	691												
Nettoskuld	(80)												
EV	611												
Free float	70%												
Daglig handelsvolym, snitt	97(k)												
Reuters/Bloomberg	BIOWKS.ST/BIOWKS.SS												

klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 22 Augusti 2022

Sammanfattning

Vind i seglen

Investment Case

Vi ser tydliga tecken på att Bio-Works är i en period av stark försäljningstillväxt, vilket vi bedömer är början på en långsiktig utveckling som kommer att vara under många år framöver. Tillväxten drivs av starka trender i marknaden inom biologiska läkemedel som utgör kärnan mot det bolagets produkter riktar sig, samt det unika produkt erbjudandet som skapar förutsättningar att växa snabbare än dess underliggande marknader. De viktiga framgångar som uppnåtts under det senaste året ger bolaget en stabil grund med kunder att bygga vidare från samtidigt som kundbasen kontinuerligt växer. Styrkan i Bio-Works verksamhet har börjat uppmärksammas, även om vi anser att den fulla potential ännu är långt ifrån inprisad. Därtill handlas aktien lägre än jämförbara bolag, vilket därmed ger stöd åt vår positiva syn på bolagsvärdet.

Bolagsprofil

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel. VD för bolaget är Jonathan Royce. Försäljning bedrivs globalt, med egen direktförsäljning på den nordamerikanska marknaden och betydelsefulla marknader i Europa, på övriga marknader sker den via distributörer. Kunderna återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny liten spelare inom fältet ser Bio-Works bäst möjligheter att ta sig in på denna väletablerade marknad, med monopolistiska drag, genom att rikta sig mot de mindre och medelstora läkemedelsutvecklarna. Här finns, bedömer vi, större behov av en närmare relation till ett säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera medan det är svårare att få från de större ledande aktörerna.

Värdering

Marknadsläget för småbolag har förblivit kärvt på börserna och riskviljan är fortsatt svag, varför vi höjer vårt avkastningskrav till 14% (13%). Höjningen motverkas av en mer positiv syn på försäljning och lönsamhet och vårt DCF-värde går upp till 28,0 kr (27,7). Trots det låter vi vårt motiverade värde ligga kvar på 27-28 kr.

Erik Penser Banks värdering av Bio-Works utgår från en diskonterad kassaflödesmodell (DCF). Vi ser det som den mest lämpade modellen i nuläget då bolaget ännu inte nått lönsamhet och inte heller har en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vi har dock även tittat på hur jämförbara bolag värderas för att rimlighetsbedöma vår värdering (se nedan).

DCF-värdering (SEK m)	
NPV 2022-2026	-35,9
NPV 2027-2031	309,9
Evig tillväxt	3%
NPV Terminalvärde	620,8
Kassa 30/6 2022	79,9
Skulder	0,0
Värde	974,7
Värde per aktie	28,0

Känslighetsanalys - WACC/Terminal EBITDA-marginal (SEK per aktie)						
		12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
Uthållig EBITDA-marginal	30%	30,2	26,1	22,8	20,1	17,9
	35%	33,9	29,1	25,4	22,3	19,8
	40%	37,6	32,2	28,0	24,5	21,6
	45%	41,3	35,3	30,5	26,7	23,5
	50%	45,0	38,4	33,1	28,9	25,4

Värderingen av jämförbara bolag visar på uppsida

Drivet av den starka orderingången och försäljningen har aktien klarat sig relativt väl i år jämfört med många andra mindre bolag inom Life Science-sektorn. Nedan har vi jämfört Bio-Works med norska ArcticZymes och svenska Genovis, vilka vi anser är deras närmaste "peers" i Norden. Utifrån en EV/S-multipel, den mest relevanta för Bio-Works, framstår värderingen fortsatt låg. Utifrån multiplarna på marknaden ser vi en möjlighet till en större uppvärdering av aktien från dagens nivåer i takt med att försäljningen fortsätter att växa och att bolaget närmar sig lönsamhet, vilket vi bedömer kan ske senast under 2024.

Relativvärdering mot jämförbara nordiska bolag

	EV (SEK)	EV / Sales		Tillväxt		EBITDA-marginal	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023
ArcticZymes Technologies	3 988	23,6x	18,1x	26%	30%	47,8%	53,8%
Genovis	3 130	25,2x	21,3x	34%	18%	37,3%	35,1%
Medelvärde		24,4x	19,7x	30%	24%	42,6%	44,5%
Bio-Works	611	14,7x	8,6x	90%	70%	Neg.	Neg.

Stark tillväxt under Q2

Bolagets rapport för det andra kvartalet 2022 visade på en stark utveckling under perioden och nettoomsättningen steg med 111% till 12,1 mkr (5,7) mot förväntade 10,4 mkr. Bio-Works ger enbart halvårsvis ut fullständiga rapporter över verksamheten och under H1 uppnåddes en nettoomsättning på 18,1 mkr och ett EBIT om -23,8 mkr (9,3 mkr). Vår förväntan upp gick till en nettoomsättning om 16,4 mkr och ett EBIT om -16,5 mkr.

Avvikelsestabell

	H1 2022			
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)
Nettoomsättning	18,1	16,4	1,7	10,6%
Förändring av varulager	1,0	0,6	0,4	59,4%
Övriga rörelseintäkter	0,4	3,8	-3,5	-89,9%
Rörelsekostnader	-43,3	-37,9	-5,4	14,4%
Råvaror och förnödenheter	-6,0	-3,3	-2,7	82,4%
Övriga externa kostnader	-14,5	-15,1	0,6	-3,9%
Personalkostnader	-22,2	-18,7	-3,5	18,9%
Avskrivning tillgångar	-0,2	-0,5	0,3	-57,6%
Övriga rörelsekostnader	-0,4	-0,3	-0,1	Na
EBITDA	-23,6	-16,5	-7,1	42,7%
EBIT	-23,8	-17,0	-6,8	39,8%
Finansnetto	0,5	0,0	0,5	Na
EBT	-23,3	-17,0	-6,3	37,1%
Skatt	-0,2	0,0	-0,2	Na
Nettoresultat	-23,5	-17,0	-6,5	38,3%
Tillväxt y/y	119%	97%		
EBIT-marginal	Neg.	Neg.		

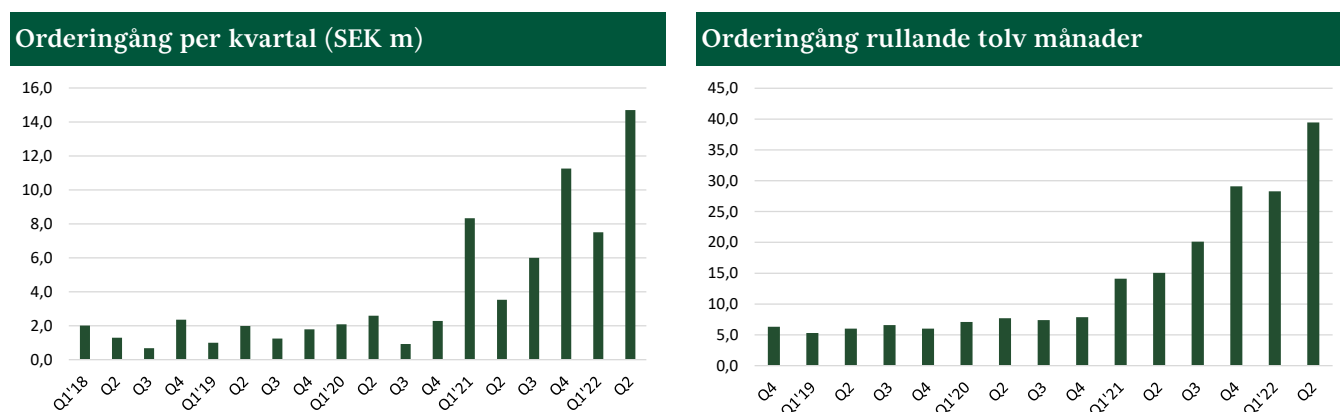
Källa: EPB, Bolaget

Kostnadsökningen bestod framför allt av ökade kostnader för personal samt råvaror och förnödenheter. De högre personalkostnaderna verkar bero på satsningar som nu görs för att växa, medan ökningen för råmaterial är av mer tillfällig natur. Ledningen indikerar att råmaterialkostnaderna påverkats negativt av inledande låga volymer från nya produktkoncept som lanserats, men här förväntas en bättring när volymerna stiger vilket ska kunna bli synligt redan under H2 2022.

Finansiellt är läget fortsatt stabilt med en kassa om 79,9 mkr vid utgången av Q2, medan det operativa kassaflödet uppgick till -27,2 mkr (9,4).

Välfylld orderbok talar för ett bra H2

Det vi blivit mest imponerade av hittills i år är den starka orderingen. Det var visserligen förväntat att orderingen skulle varit stark under Q2, men vi blev ändå positivt överraskade över att den ökade till 14,7 mkr (3,5). Den starka orderingen betyder även att bolaget har en välfylld orderstock vid ingången av H2'22 som låg på 11,1 mkr. Efter utgången av kvartalet har Bio-Works fyllt på den än mer och nyligen rapporterades en order om totalt 8,1 mkr. Visserligen sträcker sig ordern in i 2023, men denna tillsammans med orderstocken borgar för bra försäljning under H2.



Källa: EPB, Bolaget

Europa är fortsatt bolagets största region och nettoomsättningen ökade till 9,1 mkr (5,2). Snabbaste tillväxten uppmättes dock i Nordamerika där försäljningen ökade till 6,8 mkr (2,1). Tillväxten i Asien var även den hög, men från låga nivåer och ökade till 2,2 mkr (1,0).

Anledningar till den starka utvecklingen är de investeringar som gjorts i förhöjd produktionskapacitet samtidigt som efterfrågan är hög, men vi ser även med spänning på de nya produktkoncept som nu har lanserats, så som pre-packade kolonner (GoBio). En första order har rapporterats från bolaget och ledningen indikerar en god efterfrågan och intresse från industrin för GoBio. Det som gör dessa produkter intressanta är den högre prissättningen som möjliggörs av att leverera nyckelfärdiga kolonner jämfört med att enbart tillhandahålla agaros-resiner som insatsvara, där de läkemedelsproducerande bolagen sedan på egen hand behöver hantera för att fylla sina kolonner.

Prognosförändringar

Efter den starka H1-rapporten höjer vi våra prognoser för i år och närmaste åren (se nedan). Varför vi inte tagit i mer beror på att vi fortsatt känner stor osäkerhet kring konjunkturen och hur oroligheterna i vårt närområde kan komma att påverka industrin, speciellt de mindre bolagen som ofta ligger i framkant med nya biologiska behandlingar.

Prognosförändringar 2022-2024		2022E	2023E	2024E
(MSEK)				
Nettoomsättning	Nya	41,5	70,7	114,1
	Tidigare	39,0	67,0	108,2
(%)		7%	6%	5%
EBIT	Nya	-40,0	-23,0	-6,8
	Tidigare	-34,5	-23,7	-6,9
(%)		-16%	3%	1%
EPS (SEK)	Nya	-1,3	-0,7	-0,2
	Tidigare	-1,1	-0,8	-0,2
(%)		-15%	3%	7%

Källa: EPB, Bolaget

Nedan följer våra detaljerade prognoser för H2 2022. Vi kan nämna att vår försäljningsprognos för Q3'22 uppgår till 9,8 mkr och för Q4'22 uppgår siffran till 13,6 mkr.

Halvårsprognoser 2021-2022 (SEK m)						
	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022E	2021	2022E
Nettoomsättning	8,3	13,6	18,1	23,4	21,9	41,5
Förändring av lager	0,4	0,9	1,0	0,6	1,3	1,7
Övriga rörelseintäkter	32,0	3,6	0,4	0,8	35,6	1,2
Summa intäkter	40,7	18,1	19,6	24,8	58,8	44,4
Råvaror och förnödenheter	-1,4	-3,3	-6,0	-4,9	-4,7	-10,9
Övriga externa kostnader	-14,3	-14,1	-14,5	-15,7	-28,4	-30,2
Personalkostnader	-15,4	-18,7	-22,2	-20,0	-34,2	-42,2
Av-/nedskrivningar	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,7	-0,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,8	-0,4	-0,3	-0,8	-0,7
Summa rörelsens kostnader	-31,4	-37,2	-43,3	-41,1	-68,7	-84,5
EBITDA	9,6	-18,7	-23,6	-16,1	-9,1	-39,6
EBIT	9,3	-19,1	-23,8	-16,3	-9,8	-40,1
Finansnetto	-0,4	0,8	0,5	0,2	0,5	0,7
Res. efter finansnetto	8,9	-18,3	-23,3	-16,1	-9,4	-39,4
Skatt	0,0	-3,6	-0,2	0,0	-3,6	-0,2
Periodens resultat	8,9	-21,8	-23,5	-16,1	-12,9	-39,6

Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,7	4,9	6,6	5,6	7,2	21,9	41,5	70,7	114,1
Förändring av lager	1,1	0,1	0,6	1,3	-1,7	1,3	1,7	1,8	2,2
Aktiverat för egen räkning	2,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	2,2	2,1	0,1	0,0	1,2	35,6	1,2	2,5	3,3
Summa intäkter	9,7	8,6	7,2	6,9	6,7	58,8	44,4	75,0	119,5
Råvaror och förnödenheter	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,3	-4,7	-10,9	-13,4	-20,5
Övriga externa kostnader	-10,6	-11,6	-14,0	-21,1	-19,8	-28,4	-30,2	-35,3	-47,9
Personalkostnader	-13,2	-17,0	-23,4	-24,6	-29,7	-34,2	-42,2	-47,7	-55,9
Av-/nedskrivningar	-2,0	-2,2	-6,9	-1,8	-0,5	-0,7	-0,4	-0,8	-1,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
Summa rörelsens kostnader	-26,8	-32,1	-45,3	-49,1	-51,4	-68,7	-84,4	-98,0	-126,4
EBITDA	-15,1	-21,3	-31,1	-40,3	-44,2	-9,1	-39,6	-22,2	-5,6
EBIT	-17,1	-23,6	-38,1	-42,1	-44,7	-9,8	-40,0	-23,0	-6,8
Finansnetto	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,7	0,4	0,0
Resultat före skatt	-17,2	-23,7	-38,0	-42,2	-45,0	-9,4	-39,4	-22,6	-6,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-17,2	-23,7	-38,0	-42,2	-45,0	-12,9	-39,4	-22,6	-6,8

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Immateriella tillgångar	9,1	8,6	2,0	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,6	0,9	1,3	1,2	1,3	1,8	1,8	2,5	3,6
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	9,7	9,5	3,3	1,7	1,6	1,8	1,8	2,5	3,6
Varulager	3,7	3,8	6,0	7,0	6,5	7,8	10,6	13,4	16,2
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	1,5	2,8	4,0	2,9	4,3	8,5	9,1	10,4	12,0
Likvida medel	13,1	89,2	54,1	76,4	33,1	102,7	63,3	41,2	34,3
Summa omsättningstillgångar	18,4	95,8	64,1	86,3	43,9	119,1	83,0	65,0	62,5
SUMMA TILLGÅNGAR	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	120,9	84,8	67,5	66,1
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	108,5	71,2	48,7	41,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	108,5	71,2	48,7	41,9
Långfristiga skulder	0,0	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	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	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	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	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	0,0
Leverantörsskulder	0,4	1,9	1,4	1,1	2,2	3,1	3,8	6,6	8,2
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder	2,2	1,8	1,5	1,1	2,2	4,0	3,3	4,6	6,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,9	2,4	2,9	3,7	3,7	5,3	6,5	7,6	9,8
Summa kortfristiga skulder	4,4	6,0	5,8	5,9	8,0	12,4	13,6	18,8	24,1
Summa Eget Kapital och skulder	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	120,9	84,8	67,5	65,9

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde före rörelsekapital förändring	-15,2	-21,4	-31,0	-40,3	-44,6	-12,2	-41,0	-21,8	-5,6
Förändringar av rörelsekapital	0,7	0,2	-3,7	0,3	1,2	-1,2	-2,1	1,1	1,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-14,5	-21,2	-34,7	-40,0	-43,4	-13,4	-43,1	-20,7	-4,6
Investeringar	-2,8	-2,0	-0,8	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-1,4	-2,3
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-17,3	-23,2	-35,5	-40,3	-43,7	-14,3	-43,4	-22,2	-6,9
Kassaflöde finansieringsverksamhet	20,0	99,3	0,3	62,6	0,3	84,0	4,0	0,0	0,0
Kassaflöde	2,7	76,1	-35,2	22,3	-43,3	69,7	-39,4	-22,2	-6,9

Källa: EPB, Bolaget

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	138%	34%	33%	-15%	30%	203%	90%	70%	61%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Lönsamhet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad		Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Utdelning per aktie		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF per aktie		-1,8	-1,8	-1,3	-1,4	-0,4	-1,2	-0,6	-0,2
EK per aktie		5,1	3,2	2,7	1,2	3,1	2,0	1,4	1,2
Antal aktier efter utspädning		19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	34,9	34,9	34,9

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,8	2,8	3,0	7,4	8,8	9,7	14,2	16,5
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiekurs (SEK)	9,5	8,8	8,0	9,1	27,5	19,8	19,8	19,8
EV, årets slut (MSEK)	94,2	93,8	210,9	174,1	895,7	650,0	656,9	691,2

Källa: EPB, Bolaget

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