



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 31 oktober 2022

Calliditas Therapeutics

Fördjupade data från fas III-studien

Ny data publicerad

Under förra veckan publicerades ytterligare data från fas III-studien med Nefecon i patienter med IgA-nefrit. I denna publikation får vi bland annat se en del av patienternas utveckling i njurfunktion upp till 12 månader (tidigare 9 månader). Vi går i den här analysuppdateringen igenom resultaten och vår tolkning av dessa.

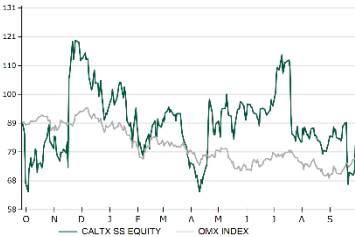
Första prispunkten i Europa har offentliggjorts

Under förra veckan uppmärksammade vi att prissättningen på KINPEYGO (Nefecon) i Tyskland uppgår till drygt 9 000 euro för en månads behandling, eller drygt 82 000 euro för en 9-månaders kur. Priset är på apotek och vi räknar med att den faktiska intäkten för STADA kommer vara något lägre. Priset är dock bra mycket högre än våra förväntningar (30 000 euro), vilket enligt vår bedömning beror på den hälsoekonomiska fördelen med KINPEYGO över dialys, men också att nuvarande label i Europa endast inkluderar "sjukare" patienter med en proteinuri>1,5g/g.

Den högre prissättningen än vi väntat oss har en positiv effekt på vår estimerade toppförsäljning för KINPEYGO i Europa som nu uppgår till 364 musd (302), där vi estimerar att Calliditas erhåller 27% royalty av försäljningen.

Potentialen kvarstår

Vi ser fortsatt en mycket stor potential i Calliditas-aktien. Vid positiva 2-års eGFR-data (est. Q1 2023), i kombination med nära förestående kassaflödespositivitet, bedömer vi att en större omvärdering av aktien kan börja. Nästa tydliga trigger för aktien är Q3-rapporten den 14 november, samt första data för setanaxib i patienter med huvudhals-cancer som väntas under Q4.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	290,0 - 300,0 kr												
Totala intäkter	700	-	2 059	-	Totala intäkter	229	700	2 059	4 066	Aktiekurs	81,5 kr												
EBIT, just.	-531	-	435	-	Intäktstillväxt	26141%	205%	194%	97%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-8,6	-	7,4	-	EBITDA, just.	-524	-531	435	2 100	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser					EBIT, just.	-524	-531	435	2 100														
Q3 - rapport					EPS, just.	-9,7	-8,6	7,4	34,0														
14 november 2022					EPS-tillväxt	N.m.	12%	185%	362%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	19,3x	8,4x	15,8x	49,8x	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
					Likviditetsgarant		✓																
					Certified adviser		✓																
Transaktioner 12m		✓																					
Antal aktier	59				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	4 821				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	21,1%	51,7%														
Nettoskuld (Q2)	-409				ROE, just.	Neg.	Neg.	60,8%	103,7%														
EV	4 412				ROCE, just.	-9,6%	-11,7%	9,1%	21,2%														
Free float	68%				EV/Sales	22,9x	6,8x	2,1x	0,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	624(k)				EV/EBITDA	-10,0x	-8,9x	10,2x	1,1x														
Analytiker					EV/EBIT	-10,0x	-8,9x	10,2x	1,1x														
					P/E, just.	-11,6x	-9,5x	11,1x	2,4x														
					P/EK	5,9x	9,7x	5,2x	1,6x														
					FCF yield	-8%	-9%	8%	43%														
Ludvig Svensson	ludvig.svensson@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	1,2x	0,1x	-0,9x	-1,2x														

## Investment case

Nefecon, en omformulering av budesonid, lanserades i USA och Europa under 2022 som det första godkända läkemedlet för patienter med IgA-nefrit. Nefecon har i två större randomiserade, kontrollerade studier, visat sig leda till en signifikant reduktion i proteinuri och stabilisering av patienters njurfunktion efter 9 månader. Vi bedömer att Nefecon kommer attrahera ett stort intresse bland nefrologer vid lansering, vilket vi ser indikationer på i de senaste kvartalsrapporterna.

Läkemedel som slår konsensus första året på marknad tenderar att fortsätta att överprestera marknadens förväntningar. Det initiala marknadsupptaget är därför, enligt oss, en viktig pusselbit för att förutspå den kommersiella framgången för Nefecon. Dessutom tenderar aktiemarknaden att snabbt skifta fokus från klinisk pipeline till försäljningssiffror, då ett biotechbolag går kommersiellt. Vi ser att ett snabbt marknadsupptag är och kommer att vara en stor trigger för aktien.

Vi menar att flertalet faktorer (oral formulering, väldokumenterad säkerhetsprofil, brist på alternativa behandlingar) talar för ett bra marknadsupptag. I takt med att Calliditas börjar generera intäkter ser vi att även generalistinvestorer kommer att attraheras av caset givet de (mycket) låga framtida försäljnings- och vinstmultiplarna.

## Bolagsprofil

Calliditas är ett svenskt bolag fokuserat på läkemedelsutveckling. Bolaget grundades 2004 under namnet Pharmalink och fokuserar på att utveckla och kommersialisera läkemedel mot njur- och leversjukdomar. Calliditas kommersialiserar Nefecon själva i USA genom en egen försäljningsstyrka. I Europa och Kina har bolaget valt en partnerstrategi - där STADA kommer sälja Nefecon i Europa och Everest Medicines i Kina. Utöver IgAN bedriver Calliditas även forskning inom andra sällsynta läkemedelsindikationer med stora medicinska behov.

## Värdering

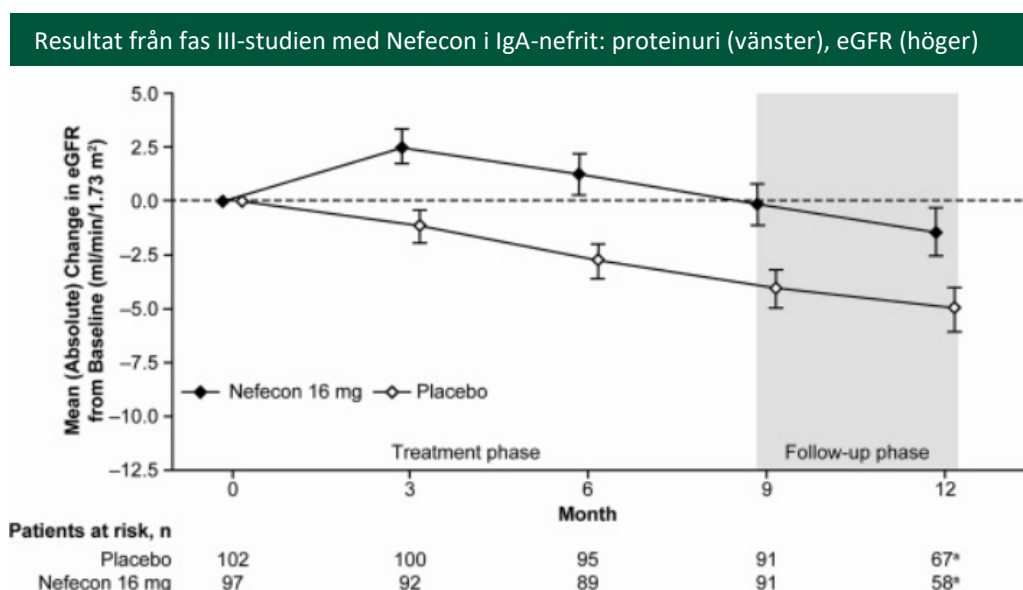
Vår sum-of-the-parts-modell indikerar att värde på 290–300 kronor per aktie för Calliditas. I värderingen har vi räknat på varje enskild indikation som en egen verksamhet och summerat dessa för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vi har endast inkluderat de indikationer där Calliditas har pågående studier, alternativt en uttalad plan att bedriva studier inom. Detta innebär också att vi endast inkluderar kostnader för de projekt som vi värderar.

## Bakgrund

Under föregående vecka presenterades ytterligare data från Calliditas fas III-studie med Nefecon inom IgA-nefrit. I denna publikation får vi bland annat se en del av patienternas utveckling i njurfunktion upp till 12 månader (tidigare 9 månader). Det här är av intresse eftersom behandlingscykeln med Nefecon sträcker sig över 9 månader och de sista 3 månader vi nu får se har patienterna alltså stått utan behandling. Kom ihåg att Nefecon hittills är godkänt under ett accelererat godkännande och för att erhålla ett fullt godkännande behöver man visa på en förbättring i njurfunktion (eGFR) vid 24 månader efter behandling jämfört med placebogruppen. Dessa data förväntas under Q1 2023.

## Ny data från publikationen

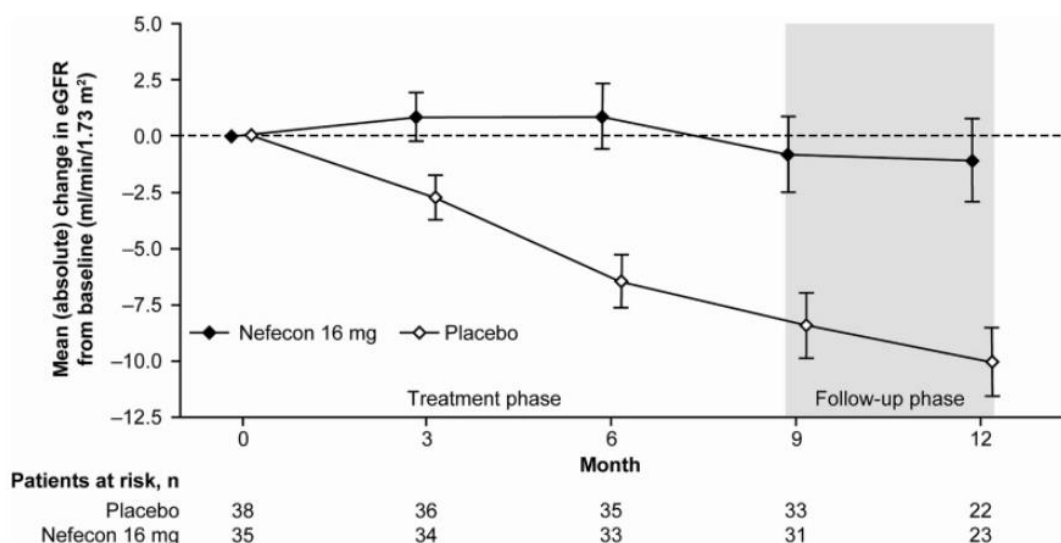
Nedan presenterar vi en graf över njurfunktion (eGFR) upp till 12 månader efter start av behandling med Nefecon eller placebo för hela ITT-populationen. Vi kan konstatera att för denna grupp så fortsätter vi att se en statistiskt signifikant skillnad mellan de båda armarna vid 12 månader (3 månader efter avslutad behandling). Vi såg också att den genomsnittliga proteinurinivån i Nefecon-gruppen fortsatte att gå ned ytterligare mellan 9–12 månader.



Källa: Barratt et al., 2022

I studien fanns också två prespecifierade subgrupper beroende på sjukdomsbild. Den ena gruppen inkluderade sjukare patienter innebarande en proteinurinivå  $>1,5$  g/g, och den andra friskare patienter innebarande en proteinurinivå  $<1,5$  g/g. Vi kunde i publikationen se att skillnaderna mellan de båda grupperna var mycket tydliga i termer av behandlingseffekt från Nefecon vid 12 månader. I de sjukare patienterna (bild nedan) var skillnaden i njurfunktion mycket stor mellan de Nefecon-gruppen och placebogruppen. Vi kan se att placebokurvan har en brantare lutning än Nefeconkurvan mellan 9–12 månader när båda grupperna står utan behandling.

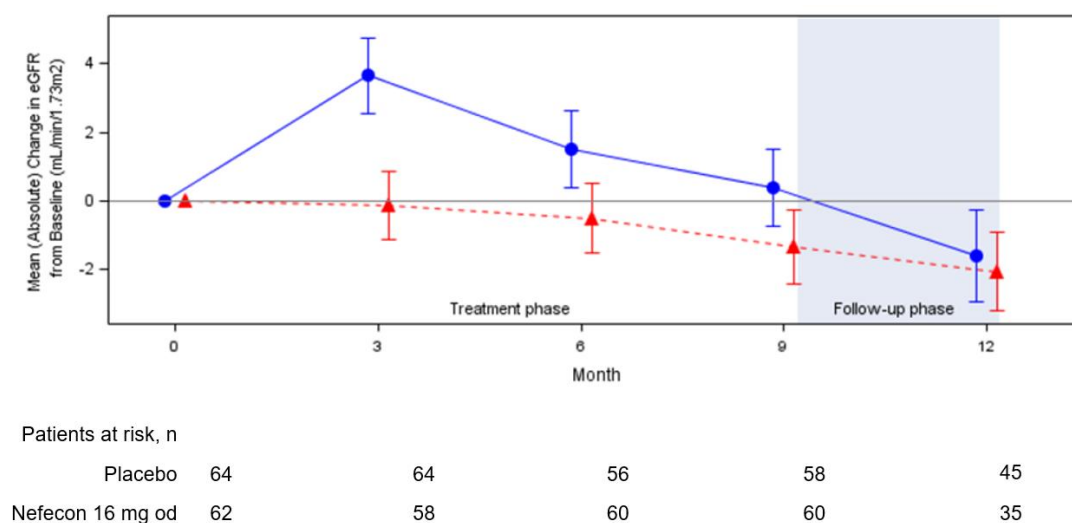
### Resultat från fas III-studien: förändring i njurfunktion (eGFR), patienter med proteinuri >1,5g/g



Källa: Barratt et al., 2022

I de mindre sjuka patienterna, däremot, såg vi en mindre påtaglig behandlingseffekt med Nefecon vid 12 månader. Efter avslutad behandling sjönk den genomsnittliga njurfunktionen i Nefecon-gruppen snabbare än placebogruppen.

### Resultat från fas III-studien: förändring i njurfunktion (eGFR), patienter med proteinuri <1,5g/g



Källa: Barratt et al., 2022

## **Vår kommentar på resultaten**

Vi tycker att den data som presenterats är övervägande positiv. Det viktigaste i vår värld är att hela ITT-populationen, samt den patientpopulation man fått accelererat godkännande för (proteinuri>1,5g/g) uppvisar en statistiskt signifikant skillnad mot placebo vid 12 månader. Vi kan inte se att det finns någon biologisk rational för att patienter som blivit behandlade med Nefecon över tid kommer tappa njurfunktion snabbare än placebogrupper, vilket i våra ögon bör innebära en god sannolikhet för att man kan uppvisa en statistiskt signifikant skillnad mellan studiearmarna vid 24 månader.

För de mindre sjuka patienterna är vi något förvånade att Nefecon-kurvan faller så pass brant vid avslutad behandling och i princip ligger i paritet med placebogrupper vid 12 månader. Om den här magnituden av effekt på eGFR står sig till 24 månader har vi svårt att se att det kommer finnas ett case i att behandla mindre sjuka patienter med Nefecon.

I vår [intervju](#) med VD Renee Aguiar-Lucander menar hon på att det tar längre tid att få en behandlingseffekt på njurfunktionen i patienter med lägre proteinuri, men att de räknar med att det över tid inte kommer att vara någon väsentlig skillnad mellan hur olika patienter svarar på Nefecon. Det här skulle indikera att 12 månader är för tidigt för att se en tydlig skillnad mellan de två studiearmarna och att skillnaden kommer öka över tid. Även Jonathan Barratt, en av författarna till den publicerade studien, förväntar sig att skillnaden i njurfunktion mellan de två grupperna kommer att öka fram till utläsningen vid 24 månader. För oss framstår det som logiska förklaringar, utifrån ett mekanistiskt perspektiv, men behöver visas i kliniska studier.

Eftersom de mindre sjuka patienterna utgör en majoritet av den totala ITT-populationen bedömer vi att det kommer vara viktigt att även dessa patienter ser en signifikant förbättring i njurfunktion jämfört med placebo vid 24 månader (även om nuvarande label bara inkluderar de sjukare patienterna).

Vårt att notera är den initiala förbättringen i njurfunktion mellan 0–3 månader som vi ser för Nefecon-behandlade patienter i samtliga studiepopulationer, vilken kan tyckas lite märklig. Det här är ett mönster vi även sett i andra kliniska studier inom en rad olika sjukdomsområden. En potentiell förklaring kan vara en reversibel temporär farmakodynamiska effekt i form av hyperfiltration (FDA Briefing Document, Bardoxolone & Lv et al., 2017). Det här skulle i sådana fall också kunna förklara den brantare nedgången i njurfunktion vi såg direkt efter behandlingen avslutades (mellan 9–12 mån) i de mindre sjuka patienterna. Det här var något vi också såg i Reata Pharmaceuticals fas III-studie med deras bardoxolone i patienter med Alports syndroms (AS).

## **TESTING-studien som referens**

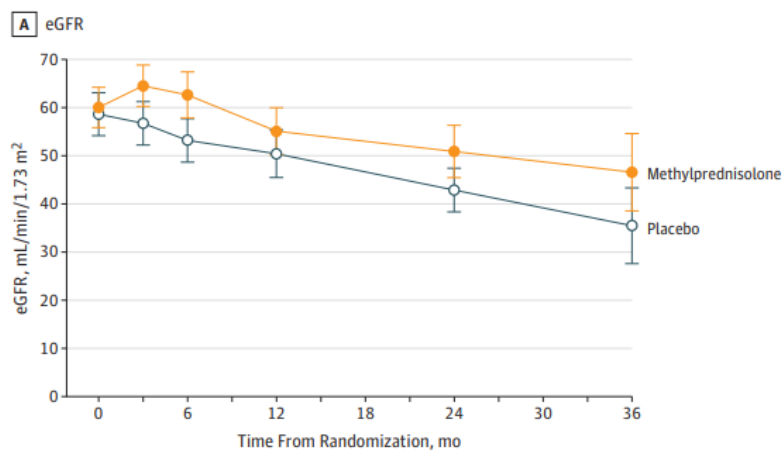
I ett försök att bedöma hur den fortsatta utvecklingen av njurfunktionen kommer att se ut i de båda studiearmarna anser vi att TESTING-studien kan utgöra en relevant jämförelse. TESTING-studien var designad för att undersöka de långsiktiga fördelarna och komplikationerna vid behandling med kortikosteroider (oral methylprednisolone) i patienter med IgA-nefrit. Studien var dubbelblind, randomiserad, placebokontrollerad och inkluderade totalt 262 patienter som blev behandlade med kortikosteroider upp till 6–8 månader. Patienter började med en hög dos och trappade sedan ned under behandlingsperioden. Patienterna skulle sedan följas upp till 5 år (Lv et al., 2017).

TESTING-studien var tvungen att avbrytas på grund av omfattande biverkningar i kortikosteroid-gruppen. Det här ledde till att man enligt författarna inte kunde dra några definitiva slutsatser kring en potentiell effekt på njurfunktion med kortikosteroidbehandling. Författarna presenterar dock data över patienter som har följts upp till 36 månader efter behandling påbörjades.

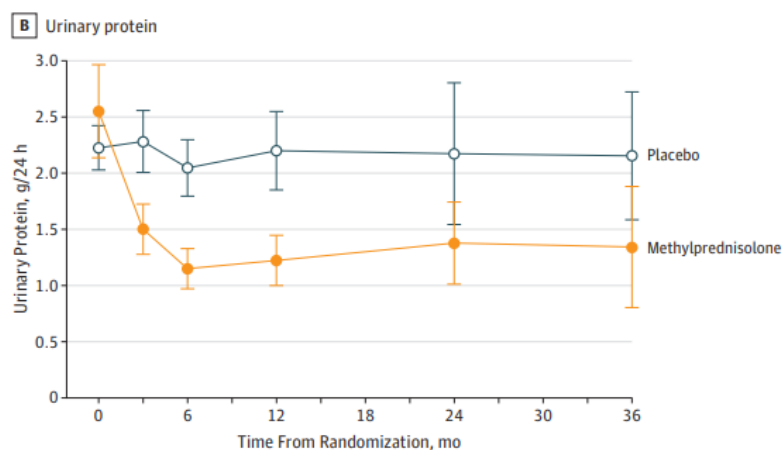
Här kan vi se att mönstret är rätt liknande fas III-studien med Nefecon - en kraftig initial reduktion i proteinuri och en uppgång i njurfunktion för patienter behandlade med kortikosteroider jämfört med placebogrupper. I TESTING-studien kontrakterar kurvorna efter avslutad behandling, för att sedan åter börja divergera fram till 36 månader. Vi ser också att patienter behandlade med kortikosteroider har lägre genomsnittlig proteinurinivå under uppföljningsperioden jämfört med placebogrupper (Lv et al., 2017).

En brasklapp är att antal studieobjekt avtar rätt kraftigt över tid i studien och vid 36 månader har vi endast 48 datapunkter. Det här förklarar sannolikt också den högre variansen (illustreras av de längre svansarna), vilket gör det utmanade att uppvisa statistisk signifikans.

## Resultat från TESTING-studien, njurfunktion och proteinuri



No. of patients	135	119	104	95	59	24
Methylprednisolone	123	110	105	91	58	24
Placebo						



No. of patients	135	117	103	93	55	23
Methylprednisolone	123	109	99	88	55	23
Placebo						

Källa: Lv et al., 2017

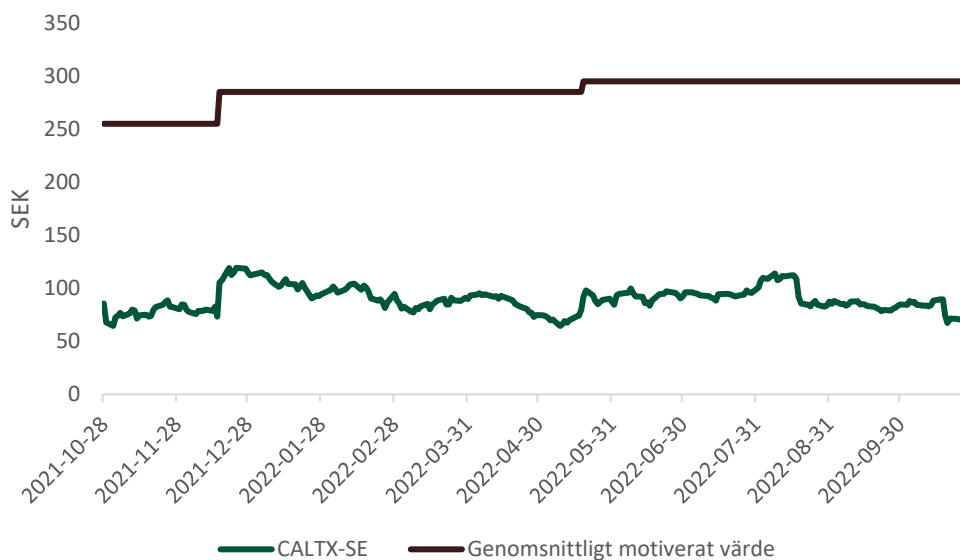
## DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	17322	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	11%	12%	<b>13%</b>	14%	15%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	19599	18633	<b>17731</b>	16888	16098
<b>Enterprise value</b>	<b>17322</b>	Small cap premium	2%	NPV/share	331	315	<b>300</b>	285	272
Latest net debt	-409	Extra risk premium	3%						
Minority interests & other	0	WACC	13.0%						
<b>Equity value</b>	<b>17731</b>								
No. of shares outstanding (millions)	59.2								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>300</b>								

Implicit multipl.	2022e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	6.8	Long term growth rate	nm.
EV/EBITDA	nm.	Long term EBIT margin	nm.
EV/EBIT	nm.	Depreciation (% of sales)	nm.
EV/NOPLAT	nm.	Capex (% of sales)	nm.
P/E	nm.	Working cap. (% of sales)	nm.
ROIC/WACC	nm.	Tax rate	nm.
Current Share price	81.5		

Källa: Bolaget, EPB

## Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1</b>	<b>229</b>	<b>700</b>	<b>2 059</b>	<b>4 066</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>1</b>	<b>229</b>	<b>700</b>	<b>2 059</b>	<b>4 066</b>
Kostnad sålda varor	0	0	-20	-90	-177
<b>Bruttovinst</b>	<b>1</b>	<b>229</b>	<b>679</b>	<b>1 970</b>	<b>3 889</b>
Övriga rörelsekostnader	-142	-390	-735	-927	-1 098
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-380</b>	<b>-524</b>	<b>-531</b>	<b>435</b>	<b>2 100</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-380</b>	<b>-524</b>	<b>-531</b>	<b>435</b>	<b>2 100</b>
<b>EBIT</b>	<b>-380</b>	<b>-524</b>	<b>-531</b>	<b>435</b>	<b>2 100</b>
Finansiella poster	-56	11	17	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-436</b>	<b>-513</b>	<b>-514</b>	<b>435</b>	<b>2 100</b>
Skatter	0	4	4	0	-87
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-437</b>	<b>-510</b>	<b>-510</b>	<b>435</b>	<b>2 013</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-437</b>	<b>-510</b>	<b>-510</b>	<b>435</b>	<b>2 013</b>

Källa: EPB

Kassaflödesanalys					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-380	-524	-531	435	2 100
Övriga kassaflödespåverkande poster	15	67	12	15	15
Förändringar i rörelsekapital	54	5	85	-64	79
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-309</b>	<b>-462</b>	<b>-412</b>	<b>386</b>	<b>2 107</b>
Övriga poster	-173	-24	-14	-17	-20
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-482</b>	<b>-486</b>	<b>-426</b>	<b>369</b>	<b>2 087</b>
Nyemission / återköp	0	303	0	0	0
Förändringar av lån	769	132	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>287</b>	<b>-51</b>	<b>-426</b>	<b>369</b>	<b>2 087</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-852</b>	<b>-639</b>	<b>-74</b>	<b>-397</b>	<b>-2 424</b>

Källa: EPB

Balansräkning					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Övriga immateriella tillgångar	461	399	480	480	483
Materiella anläggningstillgångar	0	6	8	10	12
Finansiella anläggningstillgångar	2	4	4	4	4
Övriga anläggningstillgångar	1	4	4	4	4
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>470</b>	<b>447</b>	<b>529</b>	<b>531</b>	<b>536</b>
Varulager	0	1	14	41	81
Kundfordringar	0	0	56	103	122
Övriga omsättningstillgångar	18	45	49	130	231
Likvida medel och kortfristiga placeringar	996	956	530	899	2 986
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 037</b>	<b>1 013</b>	<b>739</b>	<b>1 358</b>	<b>3 705</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 506</b>	<b>1 460</b>	<b>1 269</b>	<b>1 889</b>	<b>4 241</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	1 256	1 008	499	934	2 947
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 256</b>	<b>1 008</b>	<b>499</b>	<b>934</b>	<b>2 947</b>
Långfristiga räntebärande skulder	145	316	455	502	562
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>145</b>	<b>316</b>	<b>455</b>	<b>502</b>	<b>562</b>
Leverantörsskulder	54	68	140	206	325
Övriga kortfristiga skulder	10	14	35	82	122
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>106</b>	<b>135</b>	<b>315</b>	<b>453</b>	<b>732</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 506</b>	<b>1 460</b>	<b>1 269</b>	<b>1 889</b>	<b>4 241</b>

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	26141%	205%	194%	97%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	182%	382%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	182%	382%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	12%	185%	362%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	97,1%	95,6%	95,7%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	21,1%	51,7%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	21,1%	51,7%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	21,1%	51,7%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	21,1%	51,7%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	21,1%	49,5%

Källa: EPB

Avkastning					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	61%	104%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	9%	21%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	91%	396%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	-	0%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	8%	5%	3%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	686%	229%	184%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	18%	26%	30%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-7 445%	-34%	-15%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,2x	0,7x	1,4x	1,2x

Källa: EPB

Finansiell ställning					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-852	-639	-74	-397	-2 424
Soliditet	83%	69%	39%	49%	69%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,7x	-0,6x	-0,1x	-0,4x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	2,2x	1,2x	0,1x	-0,9x	-1,2x

Källa: EPB

Aktiedata					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-8,75	-9,74	-8,61	7,36	34,0
EPS, justerad	-8,75	-9,74	-8,61	7,36	34,0
FCF per aktie	-9,66	-9,29	-7,20	6,24	35,3
Eget kapital per aktie	25,2	19,3	8,43	15,8	49,8
Antal aktier vid årets slut, m	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2

Källa: EPB

Värdering					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-16,0x	-11,6x	-9,5x	11,1x	2,4x
P/EK	5,5x	5,9x	9,7x	5,2x	1,6x
P/FCF	-14,5x	-12,1x	-11,3x	13,1x	2,3x
FCF-yield	-7%	-8%	-9%	8%	43%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	6995,7x	22,9x	6,8x	2,1x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	-16,1x	-10,0x	-8,9x	10,2x	1,1x
EV/EBIT, justerad	-16,1x	-10,0x	-8,9x	10,2x	1,1x
EV	6 114	5 260	4 747	4 425	2 397
Aktiekurs	139,6	112,8	81,5	81,5	81,5

Källa: EPB

## Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetenskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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)