



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 04 november 2022

Arcoma

Åter till lönsamhet i starkt Q3

Åter på nivåer från innan pandemin

Arcomas omsättning för Q3 uppgick till 29 mkr, motsvarande en tillväxt y/y om 31%. Europa och Asien utmärkte sig där Europa växte 71% y/y. Kvartalet är bolagets starkaste Q3 sedan 2019 och indikerar en återgång till nivåer från innan pandemin. Totala intäkter om 30,3 mkr var i stort i linje med våra estimat om 30,9 mkr.

Åter till lönsamhet

Bruttomarginalen stärktes y/y till 41% (35%), där mycket av variationerna beror på produktmixen och fördelningen mellan försäljning och eftermarknadsintäkter. EBIT för Q3 var 1,6 mkr (-2,8 mkr), drivet av ökad försäljning och stärkt bruttomarginal. I samband med rapporten meddelar bolaget en riktad nyemission om ca 1 mkr till tillträdande VD.

Endast mindre justeringar

Efter Q3-rapporten gör vi endast mindre justeringar av estimaten, se detaljer nedan. Vi ser ett oförändrat motiverat värde om 12–13 kr per aktie. Vår värdering baseras på en DCF-modell och en multipelbaserad ansats.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	12,0 - 13,0 kr
Totala intäkter	123	-0,5	145	-1,5	Totala intäkter	118	123	145	160	Aktiekurs	7,6 kr
EBITDA, just.	9	22,8	16	-3,9	Intäktstillväxt	0%	4%	18%	10%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,1	6384,9	0,9	58,7	EBITDA, just.	-3	9	16	19	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser					EBIT, just.	-9	3	14	18		
Q4 - rapport	09 februari 2023				EPS, just.	-0,6	0,1	0,9	1,2		
Q1 - rapport	27 april 2023				EPS-tillväxt	N.m.	118%	777%	25%		
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	3,4x	3,6x	4,2x	5,1x		
Antal aktier	13				EBIT-marginal	Neg.	2,1%	9,8%	11,1%		
Börsvärde	100				ROE, just.	Neg.	3,1%	23,9%	25,0%		
Nettoskuld	2				ROCE, just.	-4,2%	1,2%	5,9%	6,3%		
EV	100				EV/Sales	1,5x	0,8x	0,6x	0,5x		
Free float	46%				EV/EBITDA	-64,2x	10,9x	5,9x	4,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	15(k)				EV/EBIT	-19,5x	39,4x	6,5x	4,6x	Intressekonflikter	
Analytiker					P/E, just.	-22,5x	71,7x	8,2x	6,5x		Yes No
Hjalma Jernstrom					P/EK	3,9x	2,1x	1,8x	1,5x	Likviditetsgarant	✓
hjalmar.jernstrom@penser.se					FCF yield	-4%	1%	8%	12%	Certified adviser	✓
					Nettoskuld/EBITDA	-0,7x	0,1x	-0,4x	-1,0x	Transaktioner 12m	✓

Investment case

Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Vi bedömer att samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, kommer att driva tillväxt under kommande år. Vi bedömer att bolaget har ett attraktivt produktutbud inom premiumsegmentet för konventionella digitala röntgensystem. Vi ser dessutom att förvärv är en viktig värde drivare för bolaget, då vi bedömer att försäljningsvolymerna är en viktig faktor för högre marginaler.

Bolagsbeskrivning

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skelettröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor för 2023, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägset i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelsen ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdering för 2023 motiverar ett värde om 12–13 kr per aktie. Vi applicerar målmultipeln 10x EBIT för 2024e. För att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

DCF synliggör långsiktiga värden. Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på Capex-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Investeringarna är storleksmässigt ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. Vi antar långsiktiga rörelsekapitalnivåer om ca 19 % av omsättningen. Vi applicerar en WACC om 13%. Vår DCF ger ett motiverat värde om 14 kr per aktie.

Kvartalet i detalj

Arcoma redovisar ett starkt tredje kvartal. Omsättningen växte 25% y/y till 29 mkr i Q3. Europa växte mycket starkt under kvartalet med en tillväxt om 73%. Även Asien uppvisade en stark marknad under kvartalet. USA-försäljningen var något belastad under Q3, men bolaget noterar en fortsatt hög efterfrågan på marknaden. Vi noterar att bolaget fortsatt är påverkat av utmaningar i försörjningsled, och bedömer att ingen större förändring av situationen har noterats.

Den starka bruttomarginalen i kvartalet hjälpte till att stärka lönsamheten. EBIT för perioden uppgick till 1,6 mkr (-2,8 mkr). Kassaflödet förstärks av den högre lönsamheten, men investeringstakten är upp något y/y. Överlag en stark rapport, och vi ser det som positivt att den underliggande marknaden indikerar återhämtningar på bred front.

Arcoma meddelade efter kvartalsrapporten att bolaget beslutat om att genomföra en riktad nyemission till den tillträdande VD:n Mattias Leire. Den riktade emissionen omfattar 133 500 aktier och är fulltecknad av VD. Totalt tillförs bolaget därmed, via emissionen, potentiellt ca 1 mkr. Utöver detta meddelar Arcoma ett föreslaget optionsprogram för Mattias Leire om som mest 130 000 optioner, där teckningskursen motsvarar volymvägt snittpris för Arcoma-aktien tio handelsdagar före den extra bolagsstämman 18 november

Estimatjusteringar

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar. Vi förutsätter att den meddelade nyemissionen genomförs, och väljer att justera balansräkning och aktieantal. Utöver detta gör vi endast marginella justeringar av kostnader för 2023 och 2024. Vi ser fortsatt en stark uppdämd efterfrågan i marknaden, och bedömer att en förstärkt marknad kommer driva tillväxten 2023. För 2022 justerar vi upp EBIT med ca 1,8 mkr.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	119 137	144 949	159 965
Tillväxt	1,7%	21,7%	10,4%
EBIT	2 626	8 908	11 377
Rörelsemarginal	2%	6%	7%
EPS	0,11	0,53	0,67

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	121 072	147 174	162 412
Tillväxt	3,4%	21,6%	10,4%
EBIT	831	9 471	11 874
Rörelsemarginal	1%	6%	7%
EPS	0,01	0,56	0,71

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-2%	-2%	-2%
EBIT	216%	-6%	-4%
EPS	1012%	-6%	-5%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 12–13 kr (oförändrat). Nedan sammanfattas våra centrala antaganden för DCF-modellen. Vår DCF antar en långsiktig lönsamhetsnivå om 15 %, och tillväxt om 1 % bortom prognosfönstret. Vi har även känslighetsanalys som illustrerar hur värderingen är känslig för antaganden kring rörelsemarginal, tillväxt och WACC. Vår DCF genererar ett motiverat värde om 14 kr per aktie. Vi applicerar en WACC om 13%.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	108
PV of terminal value (perpetuity formula)	81
Enterprise value	188
Latest net debt	2
Minority interests & other	0
Equity value	187
No. of shares outstanding (millions)	13,19
Equity value per share (SEK)	14

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	13%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	19,0%
Tax rate	20%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	11,8%	15	15	16	17	17
	12,3%	14	15	15	16	16
	12,8%	13	14	14	15	15
	13,3%	13	13	13	14	14
	13,8%	12	12	13	13	13

		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	11,8%	12	14	16	18	20
	12,3%	11	13	15	17	19
	12,8%	11	13	14	16	18
	13,3%	10	12	13	15	17
	13,8%	10	11	13	14	16

Källa: EPB

Vi gör en relativvärdering av bolaget som baseras på en målmultipel för 2024e (2023e). Vi applicerar en målmultipel om 10x, och vi byter därmed från att ha en multipelpremie mot en värdering i linje med marknaden, givet att bolaget efter 2024 har

lägre prognosticerad tillväxt än vi ser 2022-2023e. 10x rörelseresultatet 2024e ger ett motiverat värde om 13 kr. Vi ser sammantaget ett oförändrat motiverat värde om 12–13 kr per aktie.

Relativvärdering	
EBIT 2024e	17,5
Målmultipel 2023x	10
Target EV	175
Kassa	6
Räntebärande skulder	8
Motiverat värde	174
Motiverat värde per aktie	13

Källa: EPB

Nedan sammanfattas en känslighetsanalys för antagen multipel 2024e.

Motiverat värde per aktie (SEK)	EV/EBIT (x) 2024e				
	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>10</u>	<u>11</u>	<u>12</u>
	11	12	13	14	15

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	92	119	134	117	117	119	145	160
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	1	4	0	0
Totala intäkter	92	120	134	118	118	123	145	160
Kostnad sålda varor	-55	-73	-82	-72	-75	-69	-86	-95
Bruttovinst	37	47	52	46	42	54	59	65
Övriga rörelsekostnader	-40	-42	-39	-39	-45	-44	-43	-46
EBITDA, justerad	-4	5	13	7	-3	9	16	19
Avskrivningar	-6	-6	-4	-3	-6	-7	-2	-1
EBIT, justerad	-10	0	9	4	-9	3	14	18
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	14	18
Finansiella poster	-1	-1	0	-2	0	-1	0	0
Resultat före skatt	-11	-1	9	2	-9	2	14	18
Skatter	1	-1	-2	0	1	0	-2	-2
Nettoreultat, justerad	-10	-2	7	1	-7	1	12	15
Nettoreultat	-10	-2	7	1	-7	1	12	15

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-10	0	9	4	-9	3	14	18
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	-1	-2	0	-1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-5	-4	0	0	1	-4	-3	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	0	11	7	-2	5	13	17
Investeringar	0	0	-1	-1	-1	0	-1	-1
Avyttringar	9	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-12	-1	0	-5	-6	1	8	12
Nyemission / återköp	10	0	0	1	3	1	0	0
Förändringar av lån	-7	4	-6	10	0	0	0	0
Kassaflöde	-1	3	-6	6	-4	2	8	12
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	1	-7	-18

Källa: EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	9	7	6	5	3	2	1	0
Övriga immateriella tillgångar	11	7	16	25	24	22	21	19
Materiella anläggningstillgångar	1	0	1	1	2	2	3	3
Finansiella anläggningstillgångar	9	8	6	6	7	7	7	7
Summa anläggningstillgångar	29	23	29	37	36	33	31	30
Varulager	15	20	23	24	20	23	28	30
Kundfordringar	17	22	25	23	16	15	18	20
Övriga omsättningstillgångar	3	4	4	3	3	2	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	4	8	2	9	5	9	16	28
Summa omsättningstillgångar	40	53	55	58	43	49	65	81
SUMMA TILLGÅNGAR	68	76	83	95	79	82	96	111
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	41	39	45	50	44	47	56	67
Summa eget kapital	41	39	45	50	44	47	56	67
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	3	2	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	-	1	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1	2	0	3	2	4	4	4
Kortfristiga räntebärande skulder	1	3	1	1	5	5	5	5
Leverantörsskulder	11	17	18	18	12	11	13	14
Övriga kortfristiga skulder	14	16	19	23	16	15	18	20
Summa kortfristiga skulder	26	36	38	43	33	31	37	40
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	68	76	83	95	79	82	96	111

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	30%	12%	N.m.	0%	4%	18%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	242%	154%	N.m.	N.m.	446%	72%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	96%	2482%	N.m.	N.m.	129%	458%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	85%	501%	N.m.	N.m.	118%	777%	25%
Bruttomarginal	40,1%	39,2%	39,0%	38,8%	36,0%	43,6%	40,5%	40,5%
EBITDA-marginal	-	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,5%	10,9%	11,7%
EBITDA-marginal, justerad	-	4,3%	9,8%	5,8%	Neg.	7,5%	10,9%	11,7%
EBIT-marginal	-	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,1%	9,8%	11,1%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	6,8%	3,0%	Neg.	2,1%	9,8%	11,1%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	4,9%	1,1%	Neg.	1,1%	8,4%	9,6%

Källa: EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	16%	3%	Neg.	3%	24%	25%
ROCE, justerad	-	Neg.	5%	2%	Neg.	1%	6%	6%
ROIC, justerad	-	Neg.	23%	8%	Neg.	5%	30%	37%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	17%	17%	17%	21%	17%	18%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	18%	19%	19%	13%	12%	13%	13%
Leverantörsskulder / KSV	20%	23%	22%	25%	16%	15%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	64%	86%	96%	110%	73%	70%	85%	86%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	11%	12%	7%	9%	12%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	2,2x	2,8x	2,9x	2,2x	2,3x	2,2x	2,2x	2,1x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-3	-4	-1	-5	2	1	-7	-18
Soliditet	60%	51%	54%	52%	56%	57%	58%	60%
Nettoskudsättningsgrad	-0,1x	-0,1x	0,0x	-0,1x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	0,7x	-0,8x	-0,1x	-0,7x	-0,7x	0,1x	-0,4x	-1,0x

Källa: EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,11	0,93	1,16
EPS, justerad	-0,89	-0,13	0,52	0,11	-0,58	0,11	0,93	1,16
FCF per aktie	-1,09	-0,07	0,00	-0,40	-0,47	0,09	0,59	0,87
Eget kapital per aktie	3,50	3,09	3,57	3,87	3,37	3,56	4,22	5,06
Antal aktier vid årets slut, m	11,7	12,6	12,6	12,8	13,1	13,2	13,2	13,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	11,0	12,2	12,6	12,7	12,9	13,1	13,2	13,2

Källa: EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-8,4x	-104,6x	37,9x	208,2x	-22,5x	71,7x	8,2x	6,5x
P/EK	2,1x	4,4x	5,5x	5,7x	3,9x	2,1x	1,8x	1,5x
P/FCF	-6,9x	-190,7x	-8630,1x	-54,4x	-27,5x	88,3x	12,8x	8,7x
FCF-yield	-15%	-1%	0%	-2%	-4%	1%	8%	12%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,9x	1,4x	1,9x	2,4x	1,5x	0,8x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	-23,3x	32,7x	19,0x	40,7x	-64,2x	10,9x	5,9x	4,3x
EV/EBIT, justerad	-8,5x	-441,1x	27,4x	79,1x	-19,5x	39,4x	6,5x	4,6x
EV	85	169	249	277	171	100	93	82
Aktiekurs	7,5	13,7	19,8	22,0	13,0	7,6	7,6	7,6

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 vetskap 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