



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 21 november 2022

## Vivesto

### Ett utträtat frågetecken

#### Avtagande kostnader i Q3

I rapporten för det tredje kvartalet upprepades att Apealea lanserats i Tyskland och att förberedelser pågår för lansering i Storbritannien. Licensintäkterna dröjer dock till 2023, som tidigare kommunicerat. Det som stack ut var nedskrivning om 44,6 mkr av den tidigare ryska verksamheten, utan kassaflödeseffekt. I övrigt god kostnadskontroll. På projektsidan lämnades besked om att rekryteringen till pågående fas 1b-studie för docetaxel micellar (prostatacancer) väntas bli klar under H1 2023. Bolaget indikerar att data kommer att presenteras under 2024 (vår förväntan 2023). Vi har anpassat våra antaganden utifrån tidsplanen. I övrigt inget nytt för projekten.

#### Ny VD utsedd

Bolaget har utsett Erik Kinnman som ny VD. Han förväntas tillträda positionen senaste 20 maj 2023. Erik Kinnman kommer närmast från Sprint Bioscience, där han haft samma position i nära två år. Erik har en lång karriär inom läkemedelsområdet, med erfarenheter från ledande positioner hos såväl mindre som större bolag.

#### Frågetecken kvarstår och det håller tillbaka aktien

Efter rapporten gör vi vissa prognosändringar och räknar med något lägre förlust (exkluderat nedskrivning). Vi bedömer att bolaget är finansierat in i H2 2023. Det är positivt att bolaget nu får en permanent VD-lösning på plats och, därmed, en osäkerhetsfaktor som försvinner. Kvarstående frågetecken är om Elevar kommer att driva utvecklingen vidare av Apealea i USA? Vi justerar ned vårt motiverade värde till 0,90-0,95 kr (1,0-1,1).

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	0,9 - 1,0 kr											
Totala intäkter	3	50,0	9	11,5	Totala intäkter	61	3	9	Aktiekurs	0,5 kr											
EBIT, just.	-164	-23,6	-139	4,0	Intäktstillväxt	>100%	N.m.	>100%	Riskenivå	Hög											
EPS, just.	-0,3	-24,0	-0,3	4,0	EBITDA, just.	-100	-91	-110	<b>Kursutveckling 12 mån</b>												
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-129	-164	-139	-150													
Q4 - rapport	23 februari 2023			EPS, just.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3													
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt	5%	N.m.	16%	N.m.													
Antal aktier	538m			EK/aktie	1,2	1,0	0,9	0,7													
Börsvärde	285			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.													
Nettoskuld	-143			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.													
EV	142			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.													
Free float	75%			EV/Sales	17,7x	52,4x	15,1x	14,4x													
Daglig handelsvolym, snitt	719k			P/EK	2,1x	0,6x	0,6x	0,8x													
Bloomberg Ticker	VIVE SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	1,0x	1,6x	1,4x	0,3x													
<b>Analytiker</b>				<b>Intressekonflikter</b>																	
Klas Palin																					
klas.palin@penser.se				<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>							Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			

## Investment case

Vivesto är ett specialty pharma-bolag i kommersiell fas, där bolagets läkemedel Apealea är godkänt i EU och en lansering har inletts med Tyskland som första land. Med löpande royaltyintäkter och möjligheter till nya partneravtal på fler marknader (exempelvis för Kina) kommer den kommersiella profilen stärkas, vilket vi bedömer kommer bidra till att stärka intresset för aktien. Vi förväntar oss första royaltyintäkterna från Europa under 2023. Den absolut viktigaste triggern för aktien är att bolagets partner Elevar Therapeutics kan bli mer tydliga i sina planer på att vidareutveckla Apealea för den amerikanska marknaden. Vi ser framför oss behov av åtminstone en ytterligare fas 3-studie för ett godkännande i USA. Hittills har det framkommit begränsat med information om planerna för den amerikanska marknaden och vi känner stor osäkerhet om Elevar verkligen kommer att ta Apealea vidare framåt.

## Bolagsprofil

Vivesto är ett Uppsala-baserat specialty pharma-bolag grundat 1999 för att kapitalisera på sin teknologi XR-17, en teknologi som gör det möjligt att förbättra vattenlöslighet för intravenösa läkemedel. Plattformen har framför allt använts för att ta fram nya patenterbara cancerläkemedel, baserade på godkända läkemedelssubstanser som formulerats med XR-17-teknologin. Bolagets huvudfokus är mot humanläkemedel med tre aktiva projekt, men har även en utvecklad veterinärmedicinportfölj. Organisationen har bantats och fokus har satts på kunskaper inom läkemedelsutveckling, kliniska studier och regulatorisk interaktion. Det är här vi ser att Vivesto kan tillföra värden för sina substanser.

## Värdering

Vår värderingsansats av Vivesto utgår i från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig över dess patenntid och som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Fokus är på projekt där vi ser att det finns en tydlig väg framåt och som stöds av finansiering. På grund av analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav har vi justerat upp vår WACC till 20 procent (18). Sammantaget ger det ett NPV om 1,78 kr (2,03) per aktie. I vårt motiverade värde om 0,90-0,95 kr (1,0-1,1), så väljer vi att exkludera Apealea USA (0,84 kr) i väntan på klarare besked om planerna framåt från Elevar Therapeutics.

Värdering - Sum-of-the-parts							
Projekt	Indikation	Partner	Sannolikhet	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Apealea (US)	Äggstockscancer	Elevar	60%	140	2027	451	0,84
Apealea (EU)	Äggstockscancer	Inceptua, m.fl.	100%	20	2022	132	0,25
Cantrixil	Äggstockscancer (IP)	Eget	7%	520	2028	42	0,08
Docetaxel micellar	Prostatacancer	Eget	15%	400	2028	174	0,32
<b>Teknologivärde (EV)</b>						<b>800</b>	<b>1,49</b>
Nettokassa						158	0,29
<b>NPV</b>						<b>958</b>	<b>1,78</b>
Number of shares						538	
<b>NPV per share</b>						<b>1,78</b>	

\* MSEK

Källa: EPB

För att synliggöra hur värdet per aktie påverkas av ändrat avkastningskrav har vi gjort en känslighetsanalys med och utan Apealea i USA.

Känslighetsanalys NPV / WACC					Känslighetsanalys NPV / WACC (ex. Apealea US)				
18%	19%	20%	21%	22%	18%	19%	20%	21%	22%
2,02	1,90	1,79	1,69	1,59	1,05	1,00	0,95	0,91	0,87

Källa: EPB

### Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

### Värdering av jämförbara bolag

Eftersom Vivesto ännu inte nått lönsamhet i sin verksamhet anser vi att vedertagna nyckeltal inte är särskilt användbara vid en relativvärdering. I stället använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att bedöma värderingen av Vivesto i relation till liknande bolag som är listade i Sverige och i ett liknande utvecklingskede.

### Värdering av jämförbara bolag

(MSEK)	Marknads-värde	Aktiepris	Netto-kassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklings-fas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
<b>Listade jämförbara Onkologi-bolag</b>							
Active Biotech	283	1,07	55	228	Fas 1-2	2	1
Ascelia	877	25,2	180	697	Fas 2-3	2	0
Medivir	473	8,49	142	331	Fas 1-2	2	1
Scandion Oncology	92	2,27	135	-42	Fas 2	2	0
Vivesto	285	0,53	189	96	Fas 1-Marknad	3	1
<b>Medel</b>	<b>432</b>			<b>304</b>			
<b>Median</b>	<b>378</b>			<b>280</b>			

Källa: EPB, Holdings, FactSet

Ovanstående relativvärdering är ett trubbigt instrument, men den ger en grov bild över hur liknande bolag värderas på börsen. Vi kan konstatera att bolagets värdering ligger väldigt lågt och är i nivå med bolag med projekt i tidig utvecklingsfas. Utifrån den osäkerhet som råder inom bolaget så är den låga värderingen förståelig, men vi bedömer att även små steg i rätt riktning kan ge kraftfullt utslag på uppsidan.

## Scenarioanalys

Vivestos aktie är känslig för nyheter. Främsta värde drivare är nyheter kring Apealea. Bolaget indikerar att Elevar Therapeutics närmar sig att finna en partner för den kinesiska marknaden. Ett avtal med en dedikerad partner, med andra tillgångar inom onkologi-området kan innebära viss uppsida i våra estimat, men framför allt vara förtroendeskapande kring potentialen för Apealea. Viktigast är dock besked kring vidareutveckling i USA. Här har vi inga indikationer om när något besked kan komma. Andra viktiga besked det närmaste året är fullrekrytering av den pågående docetaxel micellar-studien och potentiella data 2024.

## Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär en hög risk. Nedan belyser vi några viktiga risker som bör betäckas vid en investering.

**Fördröjningar i studier:** Den pågående studien för docetaxel micellar är en forskarinitierad studie under överseende av SAKK. Ofta kan dessa studier dra ut längre i tid än vad som initialt beräknats, då fokus kan ändras hos organisationen eller andra projekt får en högre prioritet.

**Finansiering:** Att utveckla nya läkemedel är kostsamt och Vivesto kommer att ha ett återkommande kapitalbehov. Vi ser möjligheter att Vivesto kan erhålla vissa licens- och milstolpsintäkter för Apealea under de närmaste åren, men vår bedömning är att dessa inte är tillräckliga för att fullt täcka bolagets behov av kapital. Nuvarande kapital ger finansiering mot slutet av 2023.

**Negativa resultat i studier:** Den mest uppenbara risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten i kliniska studier inte når upp till de uppsatta målen för att motivera fortsatt utveckling. I sådana leder detta till stor negativ inverkan på aktiekursenfall, då projektens värden i princip blir lika med noll.

**Partnerrisker:** För Apealea är utvecklingsriskerna ordentligt reducerade, men här finns en strategisk risk hos partnern Elevar som kan komma att omprioritera sina satsningar.

## Nedskrivningar tyngde i Q3

Bolaget hade en nettoomsättning på 1,0 mkr (11,9) under det tredje kvartalet. Apealea är lanserad i Tyskland och förberedelser pågår för en lansering i Storbritannien. Licensintäkter från Apealea dröjer dock tills nästa år, vilket är i linje med vad som tidigare kommunicerats.

Kostnaderna var ned under kvartalet och uppgick till 27,0 mkr (33,7). Bolaget skriver dock ned värdena för tidigare risk verksamhet, vilket belastar resultat med 44,6 mkr, men som inte påverkar kassaflödet. Kassaflödet från den löpande verksamheten var -22,6 mkr (-25,3). Bolaget hade en nettokassa på 164,2 mkr i slutet av september. Vi bedömer att det ger finansiering in i H2 2023.

I rapporten uppdaterar bolaget läget för studien med docetaxel micellar, där full patientrekrytering väntas nås under H1 2023. Resultat från studien väntas bli klara under 2024. Vi hade räknat med att det skulle komma under 2023. Vi flyttar därför tidslinjen för projektet och räknar nu med en möjlig lansering 2028 (2027).

## Estimatförändringar

Vi räknar med att bolagets kostnader blir lägre i år och även något lägre nästa år. I övrigt gör vi inga förändringar.

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>202</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
Övriga rörelseintäkter	(3)	(9)	26	24	35	1	2	4
<b>Totala intäkter</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>228</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>17</b>
Kostnad sålda varor	-3	-5	-11	-4	-37	0	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>216</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>17</b>
Totala rörelsekostnader	-109	-120	-226	-123	-124	-94	-118	-137
<b>EBITDA</b>	<b>-111</b>	<b>-133</b>	<b>-10</b>	<b>-103</b>	<b>-100</b>	<b>-91</b>	<b>-110</b>	<b>-120</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-111</b>	<b>-133</b>	<b>-10</b>	<b>-103</b>	<b>-100</b>	<b>-91</b>	<b>-110</b>	<b>-120</b>
Totala avskrivningar	-5	-31	-20	-29	-29	-73	-30	-31
<b>EBITA, justerad</b>	<b>(116)</b>	<b>(164)</b>	<b>(30)</b>	<b>(131)</b>	<b>(129)</b>	<b>(164)</b>	<b>(139)</b>	<b>(150)</b>
<b>EBIT</b>	<b>-116</b>	<b>-164</b>	<b>-30</b>	<b>-131</b>	<b>-129</b>	<b>-164</b>	<b>-139</b>	<b>-150</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-116</b>	<b>-164</b>	<b>-30</b>	<b>-131</b>	<b>-129</b>	<b>-164</b>	<b>-139</b>	<b>-150</b>
Finansnetto	-13	-18	-13	-9	-4	-3	-1	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-129</b>	<b>-182</b>	<b>-43</b>	<b>-140</b>	<b>-133</b>	<b>-167</b>	<b>-140</b>	<b>-152</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-129</b>	<b>-182</b>	<b>-43</b>	<b>-140</b>	<b>-133</b>	<b>-167</b>	<b>-140</b>	<b>-152</b>
Total skatt	0	-33	33	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-129</b>	<b>-215</b>	<b>-10</b>	<b>-140</b>	<b>-133</b>	<b>-167</b>	<b>-140</b>	<b>-152</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-129</b>	<b>-215</b>	<b>-10</b>	<b>-140</b>	<b>-133</b>	<b>-167</b>	<b>-140</b>	<b>-152</b>

Källa: Vivesto, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-116	-164	-30	-131	-129	-164	-139	-150
Övriga kassaflödesposter	5	31	20	29	29	73	30	31
Förändringar i rörelsekapital	-16	-4	1	-34	-45	13	2	7
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-127</b>	<b>-136</b>	<b>-9</b>	<b>-136</b>	<b>-145</b>	<b>-78</b>	<b>-108</b>	<b>-113</b>
Investeringar	-21	-14	-288	-14	119	45	-1	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-149</b>	<b>-150</b>	<b>-297</b>	<b>-151</b>	<b>-26</b>	<b>-34</b>	<b>-109</b>	<b>-114</b>
Nyemission / återköp	133	234	380	-4	-6	9	120	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-12</b>	<b>101</b>	<b>85</b>	<b>-155</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>11</b>	<b>-114</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>172</b>	<b>23</b>	<b>-355</b>	<b>-207</b>	<b>-97</b>	<b>-143</b>	<b>-154</b>	<b>-40</b>

Källa: Vivesto, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	472	453	443	430	440	374	358	343
Materiella anläggningstillgångar	16	15	28	18	17	13	13	15
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>488</b>	<b>470</b>	<b>473</b>	<b>447</b>	<b>458</b>	<b>387</b>	<b>371</b>	<b>359</b>
Varulager	10	7	29	51	10	7	5	3
Kundfordringar	55	21	68	77	29	8	15	19
Likvida medel och kortfristiga placeringar	16	116	435	287	97	143	154	40
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>81</b>	<b>145</b>	<b>532</b>	<b>416</b>	<b>136</b>	<b>157</b>	<b>174</b>	<b>61</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>568</b>	<b>615</b>	<b>1 005</b>	<b>864</b>	<b>594</b>	<b>545</b>	<b>545</b>	<b>420</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	345	393	819	680	550	517	511	377
<b>Summa eget kapital</b>	<b>345</b>	<b>393</b>	<b>819</b>	<b>680</b>	<b>550</b>	<b>517</b>	<b>511</b>	<b>377</b>
Övriga långfristiga skulder	0	33	9	7	5	3	4	6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	187	140	80	80	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	36	49	97	97	39	24	31	38
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>223</b>	<b>189</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>39</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>38</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>568</b>	<b>615</b>	<b>1 005</b>	<b>864</b>	<b>594</b>	<b>545</b>	<b>545</b>	<b>420</b>

Källa: Vivesto, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%	96%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	92%	N.m.	3%	8%	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	82%	N.m.	2%	N.m.	15%	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	0%	97%	N.m.	5%	N.m.	16%	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	>100%	>100%	93,7%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Vivesto, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Vivesto, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	>100%	-100%	13%	>100%	16%	>100%	58%	18%
Kundfordringar / totala intäkter	>100%	-284%	30%	>100%	48%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	78%	>100%	32%	26%	26%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	0%	>100%	0%	-354%	-121%	-93%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,3x	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x

Källa: Vivesto, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	172	23	-355	-207	-97	-143	-154	-40
Soliditet	61%	64%	81%	79%	92%	95%	94%	90%
Nettoskulsättningsgrad	0,5x	0,1x	-0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-1,5x	-0,2x	35,3x	2,0x	1,0x	1,6x	1,4x	0,3x

Källa: Vivesto, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,73	-0,73	-0,02	-0,31	-0,30	-0,31	-0,26	-0,28
EPS, justerad	-0,73	-0,73	-0,02	-0,31	-0,30	-0,31	-0,26	-0,28
FCF per aktie	-0,84	-0,51	-0,66	-0,34	-0,06	-0,06	-0,20	-0,21
Eget kapital per aktie	1,96	1,33	1,83	1,52	1,23	0,96	0,95	0,70
Antal aktier vid årets slut, m	176	295	448	448	448	538	538	538
Antal aktier efter utspädning, snitt	176	295	448	448	448	538	538	538

Källa: Vivesto, EPB

## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	0,0x	0,0x	0,0x	2,7x	2,1x	0,6x	0,6x	0,8x
P/FCF	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	276,5x	Neg.	Neg.	66,8x	17,7x	52,4x	15,1x	14,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	172	23	Neg.	1 647	1 082	142	131	246
Aktiekurs	0,0	0,0	0,0	4,1	2,6	0,5	0,5	0,5

Källa: Vivesto, EPB

## Disclosure

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 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 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](http://www.penser.se)