



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 februari 2023

# Hansa Biopharma

## Ett år med många triggers väntar

### Q4 rapport

Hansas rapport för det fjärde kvartalet var i stora drag i linje med våra förväntningar. Försäljningen i kvartalet kom in på 31 mkr - i linje med våra estimat. EBIT kom in på -145 mkr, vilket är ett mindre negativt rörelseresultat än både konsensus och våra förväntningar. Kassapositionen var stark och uppgick till knappt 1500 mkr i slutet av december.

Bolaget upprepar de tidslinjer som tidigare kommunicerats (bortsett från en liten justering i rekryteringsmålet för studien i USA, nu H1 2023). Andra viktiga händelser i bolagets pipeline i närtid är slutförd rekrytering av fas II-studien i GBS, samt första patient rekryterad till bolagets fas III-studie i anti-GBM.

### Negativ aktiereaktion

Trots att siffrorna var relativt i linje med våra och andra estimat i marknaden så reagerade aktien rejält negativt på rapporten. Vår tolkning är att det kan ha funnits viss besvikelse över att vi såg en negativ Q/Q försäljningstillväxt för Idefirix i Europa. Medan vi kan förstå att lanseringen framstår som trög så inser vi också att patientvolymen initialt är begränsad till ett visst antal kliniker och att en lansering på bredare front förväntas under 2023–2024. Vi bedömer vidare att försäljningen kommer att vara fortsatt slagig mellan kvartalen på grund av högt pris/låg volym-dynamiken.

### Värdering

Efter rapporten gör vi mindre justeringar i våra prognoser. Vårt nya motiverade värde är 210–220 kronor per aktie (240–250). Vi ser en fortsatt mycket stor uppsida i Hansa-aktien på sikt, men en tillväxt i produktförsäljning av Idefirix kommer att bli av yttersta vikt för att aktien ska prestera framöver.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk		
	23e	Δ%	24e	Δ%		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	210 - 220 kr	
Totala intäkter	203	-1,5	361	5,1	Totala intäkter	155	203	361	917	Aktiekurs	53,5 kr	
EBIT, just.	-656	1,5	-635	3,2	Intäktstillväxt	>100%	31%	78%	>100%	Riskenivå	Hög	
<b>Kommande händelser</b>					EBITDA, just.	-573	-656	-635	-450	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
Q1 - rapport	20 april 2023				EBIT, just.	-573	-656	-635	-450			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>					EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
Antal aktier	52m				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Börsvärde	2 944				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Nettoskuld slutet Q4	-733				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
EV	2 211				Nettoskuld/EBITDA	1,2x	1,2x	1,1x	0,3x			
Free float	84%											
Daglig handelsvolym, snitt	475k											
Bloomberg Ticker	HNSA SS EQUITY											
<b>Analytiker</b>												
Ludvig Svensson												
ludvig.svensson@penser.se												
									<b>Intressekonflikter</b>			
									Yes No			
									Likviditetsgarant ✓			
									Certified adviser ✓			
									Transaktioner 12m ✓			

## Investment case

Hansas ledande kandidat imlifidase (kommersiellt namn Idefirix) verkar genom att klyva mänskliga IgG-antikroppar till icke-detekterbara nivåer inom några timmar. IgG är den mest prevalenta av människans fem antikroppstyper och den primära drivaren bakom autoimmuna reaktioner, där kroppen angriper sin egen vävnad. Genom sin verkningsmekanism har imlifidase därför terapeutisk potential inom sjukdomar och behandlingshinder som orsakas av en oönskad aktivering av immunförsvaret.

Under 2020 erhöll Idefirix villkorat godkännande i Europa som förbehandling till högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation. Samtidigt pågår studier inom ett brett spektrum av olika indikationer orsakade av patogena IgG-antikroppar. Vi estimerar att Idefirix vid en framgångsrik indikationsbreddning kommer att bli en blockbusterprodukt med en årlig försäljningspotential om +1 mdr USD. Det verkliga investeringscasen i Hansa ligger i plattformen och den terapeutiska potentialen i flertalet indikationer. Just denna plattform är något vi ser kan locka potentiella köpare av bolaget. Under 2020 köpte J&J upp plattformsbolaget Momenta Pharmaceuticals i en affär på USD 6,5 mdr. Momentas ledande kandidat, nivalimab, är en antikropp med bred potential inom autoimmuna indikationer. Vi ser likheter mellan Momenta och Hansa just när det kommer till plattformen och de omfattande applikationsområdena för bolagens terapier.

Hansa är ett av få bolag i Norden genom vilket investerare kan få exponering mot det snabbväxande genterapiområdet. Under 2020 signerade bolaget ett avtal med Sarepta Therapeutics, en ledande spelare inom genterapier riktade mot muskelsjukdomar, för att undersöka möjligheten att använda imlifidase som förbehandling i patienter med neutraliserande antikroppar som försvårar genterapin. Vi vet att Hansa är i diskussioner med ytterligare bolag, och vi ser att fler avtal med ledande spelare inom fältet kommer stärka valideringen av konceptet imlifidase som förbehandling till genterapi. Vår bedömning är att imlifidase sticker ut som en av de metoder som är mest lovande för att adressera problematiken med neutraliserande antikroppar – speciellt ur ett kommersiellt perspektiv.

Trots att Hansa erhållit ett villkorat godkännande att sälja imlifidase i Europa så antar vi att ett begränsat antal patienter kommer bli behandlade under 2022–2023. Patienter där imlifidase har bäst förutsättningar att skapa en positiv erfarenhet kommer att prioriteras initialt – vilket vi menar kommer vara långsiktigt gynnsamt för att nå kommersiell framgång. De nedtonade förväntningarna på lanseringen, i kombination med den breda nedgång vi sett generellt inom biotech, har enligt vår bedömning varit bidragande orsaker till det senaste årets kursnedgång.

### Bolagsprofil

Hansa är ett svenskt biopharmabolag i kommersiellt skede som utvecklat en unik plattform fokuserad på en immunmodulerande enzymteknologi. Hansa sticker ut som ett av få svenska noterade forskningsbolag som tagit sin produkt hela vägen från preklinisk forskning till att erhålla marknadsgodkännande och lansera ett färdigt läkemedel. Bolagets främsta läkemedelskandidat, imlifidase (kommersiellt namn Idefirix), är ett enzym som klyver antikroppar av typen IgG. Idefirix erhöll under 2020 ett villkorat godkännande i Europa som förbehandling av högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation.

### Värdering

I vår värdering av Hansa tillämpar vi en risk-justerad kassaflödesvärdering, där vi diskonterar framtida kassaflöden med en WACC om 13%. Alla intäkter och kostnader är justerade för den bedömda sannolikheten att dessa inträffar. Vi värderar Hansa som ett biopharmabolag, där vi ser att den breda plattformen kommer möjliggöra långsiktig tillväxt för bolaget. Vårt motiverade värde för Hansa är 210–220 kronor per aktie.

## Kvartalet i korthet

Hansa släppte under morgonen en Q4-rapport som i stora drag var i linje med våra förväntningar. Försäljningen i kvartalet kom in på 31 mkr (konsensus: 30 mkr, EPB: 34 mkr), där produktförsäljningen av Idefirix i Europa stod för 20 mkr.

EBIT kom in på -145 mkr (konsensus: -178 mkr, EPB: -170 mkr). Det något mindre negativa rörelseresultatet i kvartalet jämfört med konsensus grundar sig framför allt i lägre rörelsekostnader. Vi lägger ingen större vikt vid detta utan bedömer att kostnaderna kommer att variera över kvartalen och det är viktigare att fokusera på burn på helårsbasis.

Hansas samtliga studieprogram verkar löpa på enligt plan och vi noterar att man i rapporten upprepar de tidslinjer som tidigare kommunicerats (bortsett från en liten justering i rekryteringsmålet för studien i USA, nu H1 2023). Andra viktiga händelser i bolagets pipeline i närtid är slutförd rekrytering av fas II-studien i GBS, samt första patient rekryterad till bolagets fas III-studie i anti-GBM.

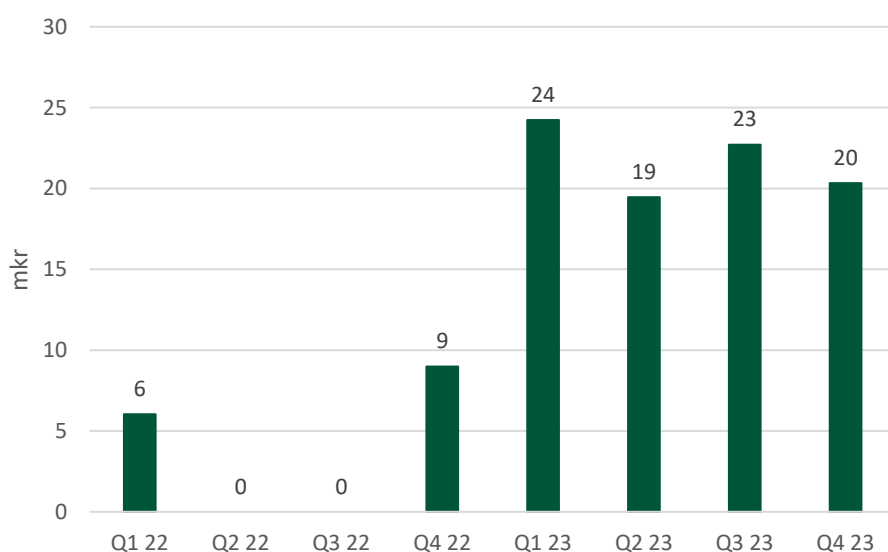
### Q4 2022 - estimat och utfall

	Q4 22A	Q4 22E	Δ%
Nettoomsättning	31	34	-9%
Kostnad sålda varor	-5	-12	
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>20%</b>
OPEX	-171	-192	
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-145</b>	<b>-170</b>	<b>17%</b>
Finansnetto	-2	-12	
<b>Resultat före skatt (EBT)</b>	<b>-147</b>	<b>-182</b>	<b>24%</b>
Skatt	-1	0	
<b>Periodens resultat</b>	<b>-147</b>	<b>-182</b>	<b>24%</b>
Tillväxt Q/Q	-54%	-49%	nm.
Bruttomarginal	85%	65%	nm.
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.

Källa: EPB

Trots att siffrorna var relativt i linje med våra och andra estimat så reagerade aktien rejält negativt på rapporten. Vår tolkning är att det kan ha funnits viss besvikelse över att vi såg en negativ Q/Q försäljningstillväxt för Idefirix i Europa. Medan vi kan förstå att lanseringen framstår som trög så inser vi också att patientvolymen initialt är begränsad till ett visst antal kliniker och att en lansering på bredare front förväntas under 2023–2024.

### Produktförsäljning Idefirix, kvartalsbasis



Källa: Bolaget, EPB

Efter rapporten gör vi endast mindre estimatjusteringar på kvartalsbasis för 2023. Vi sänker dock våra antaganden kring långsiktig bruttomarginal till 85%, då vårt tidigare antagande om 90–95% verkar vara i högsta laget av det vi hittills sett i rapporterna.

Kvartalsestimat					
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2022E
Nettoomsättning	37	47	50	69	203
Kostnad sålda varor	-10	-13	-13	-17	-53
<b>Bruttoresultat</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>52</b>	<b>150</b>
Försäljnings- och administrationskostnader	-92	-97	-101	-105	-395
Forsknings- och utvecklingskostnader	-75	-90	-100	-110	-375
Övriga rörelsekostnader	-6	-8	-10	-12	-36
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-135</b>	<b>-168</b>	<b>-139</b>	<b>-175</b>	<b>-656</b>
Finansnetto	-7	-8	-9	-10	-34
<b>Resultat före skatt (EBT)</b>	<b>-138</b>	<b>-170</b>	<b>-153</b>	<b>-185</b>	<b>-690</b>
Skatt	0	0	0	0	-1
<b>Periodens resultat</b>	<b>-138</b>	<b>-170</b>	<b>-154</b>	<b>-185</b>	<b>-691</b>
Tillväxt Q/Q	20%	27%	6%	38%	nm.
Bruttomarginal	73%	72%	74%	75%	74%
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.	nm.	nm.

Källa: EPB

## Värdering

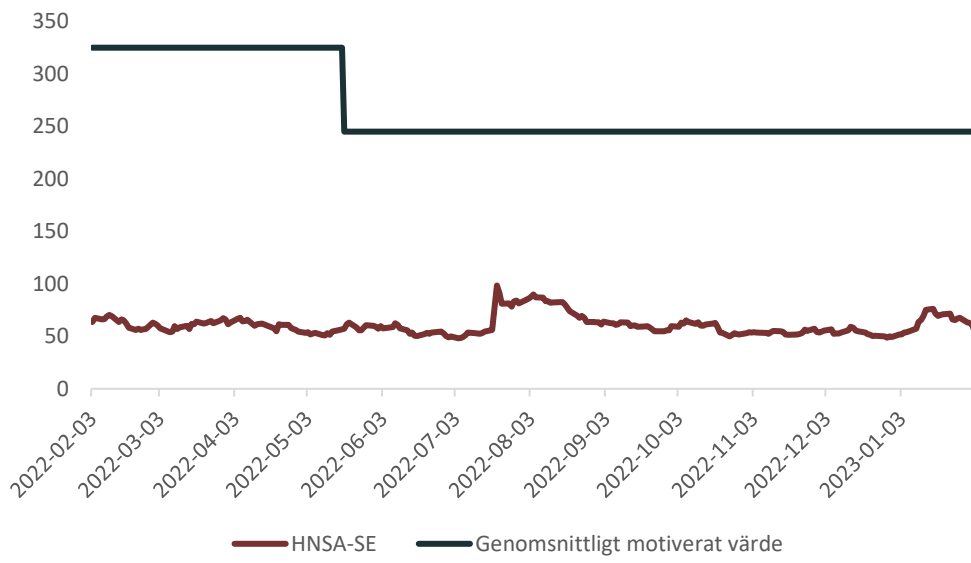
### DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	2710	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	11%	12%	<b>13%</b>	14%	15%
PV of terminal value (perpetuity formula)	7927	Market risk premium	5.5%	NPV	15576	13239	<b>11370</b>	9849	8593
<b>Enterprise value</b>	<b>10637</b>	Small cap premium	2%	NPV/share	297	252	<b>217</b>	188	164
Latest net debt	-733	Extra risk premium	3%						
Minority interests & other	0	WACC	13.0%						
<b>Equity value</b>	<b>11370</b>								
No. of shares outstanding (millions)	52.4								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>217</b>								

Implicit multipl.	2022e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	10.0	Long term growth rate	2%
EV/EBITDA	nm.	Long term EBIT margin	48%
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	21%
Current Share price	53.5		

Källa: Bolaget, EPB

## Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

## Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	34	155	203	361	917
<b>Totala intäkter</b>	34	155	203	361	917
Kostnad sålda varor	-15	-38	-53	-72	-138
<b>Bruttoresultat</b>	18	116	150	289	780
Totala rörelsekostnader	-565	-689	-806	-923	-1 229
<b>EBITDA</b>	-547	-573	-656	-635	-450
<b>EBITDA, justerad</b>	-547	-573	-656	-635	-450
<b>EBITA, justerad</b>	-547	-573	-656	-635	-450
<b>EBIT</b>	-547	-573	-656	-635	-450
<b>EBIT, justerad</b>	-547	-573	-656	-635	-450
Finansnetto	-1	-21	-34	-43	-46
<b>Resultat före skatt</b>	-548	-595	-691	-678	-495
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-548	-595	-691	-678	-495
Total skatt	0	-1	-1	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-548	-595	-692	-678	-495
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-548	-595	-692	-678	-495

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-547	-573	-656	-635	-450
Övriga kassaflödesposter	64	87	29	21	19
Förändringar i rörelsekapital	3	18	40	-5	-54
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-480</b>	<b>-468</b>	<b>-587</b>	<b>-618</b>	<b>-484</b>
Investeringar	-2	-3	-3	-3	-4
Övriga poster	0	233	233	233	233
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-482</b>	<b>-238</b>	<b>-359</b>	<b>-392</b>	<b>-260</b>
Nyemission / återköp	0	398	750	600	0
Förändringar av lån	0	721	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-482</b>	<b>881</b>	<b>391</b>	<b>208</b>	<b>-260</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-798</b>	<b>-669</b>	<b>-775</b>	<b>-676</b>	<b>-141</b>

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Övriga immateriella tillgångar	29	47	46	45	46
Materiella anläggningstillgångar	6	8	10	12	15
Övriga anläggningstillgångar	35	28	30	32	35
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>90</b>	<b>97</b>
Varulager	0	1	10	18	46
Kundfordringar	10	43	24	36	73
Övriga omsättningstillgångar	43	65	61	72	92
Likvida medel och kortfristiga placeringar	889	1 496	1 887	2 094	1 834
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>942</b>	<b>1 605</b>	<b>1 982</b>	<b>2 221</b>	<b>2 045</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 013</b>	<b>1 687</b>	<b>2 067</b>	<b>2 310</b>	<b>2 142</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	758	606	664	586	91
<b>Summa eget kapital</b>	<b>758</b>	<b>606</b>	<b>664</b>	<b>586</b>	<b>91</b>
Långfristiga räntebärande skulder	84	820	1 105	1 411	1 686
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>84</b>	<b>820</b>	<b>1 105</b>	<b>1 411</b>	<b>1 686</b>
Leverantörsskulder	67	81	111	126	138
Övriga kortfristiga skulder	25	40	41	43	55
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>171</b>	<b>262</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>365</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 013</b>	<b>1 687</b>	<b>2 067</b>	<b>2 310</b>	<b>2 142</b>

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	31%	78%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	3%	29%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	3%	29%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	54,5%	75,1%	74,0%	80,0%	85,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	1%	1%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	12%	10%	8%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	38%	37%	34%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	-327%	-94%	-97%	-50%	-16%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	0,2x	0,5x

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-798	-669	-775	-676	-141
Soliditet	75%	36%	32%	25%	4%
Nettoskulsättningsgrad	-1,1x	-1,1x	-1,2x	-1,2x	-1,6x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,2x	1,2x	1,1x	0,3x

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Eget kapital per aktie	17,0	13,6	12,7	11,2	1,73
Antal aktier vid årets slut, m	44,5	44,5	52,4	52,4	52,4

Källa: Hansa Biopharma, EPB

## Värdering

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	3 154	1 521	2 031	2 130	2 665
Aktiekurs	88,8	49,2	53,5	53,5	53,5

Källa: Hansa Biopharma, 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)