



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 13 februari 2023

# Nanologica

## Lite vingligt, men det går i rätt riktning

### Siffrorna var i nivå med förväntan

Som förväntat var nettoomsättningen låg i Q4'22 och den uppgick till 0,7 mkr (0,7). Det handlar fortsatt främst om kunder som köper analytiska kolonner av bolaget och i en begränsad omfattning silika för att använda inom preparativ kromatografi. Likaså kostnaderna var i linje med våra förväntningar, och därmed även resultatet för perioden. Den finansiella ställningen är fortsatt god och per den sista december 2022 uppgick likvida medel till 70,3 mkr (11,0).

### Nya kunder tillkommer, men även nya utmaningar

Bolaget fortsätter att aktivt bearbeta potentiella kunder och i Indien har ännu en stor insulintillverkare visat intresse och har initierat utvärdering av NLAB Saga (preparativ kromatografi). Därtill uppges framgångar ha nåtts med en kund i Sydamerika där verifiering av produktresultaten nu pågår. Allt går dock inte som på räls och under kvartalet har fokus varit fortsatt på produktionsoptimering. Under processen har dock avvikelser för slutprodukten visats i en av två parallella produktionsflöden. Dessa behöver lösas innan större leveranser kan ske. Vi uppfattar att det handlar om tid och inte komplexa problem med oklart slutdatum. Vi har därför goda förhoppningar om att bolaget är i mål och rott hem en lösning senast under Q2'23.

### Fördröjningar bakom vår nedjustering

Baserat på viss risk för fördröjningar av storskaliga leveranser har vi dragit ned vår prognos för i år, men i övrigt handlar det om begränsade justeringar. Vi konstaterar även att bolaget ändrar i sin bedömning av kromatografi-verksamheten för 2024 och uppger nu en försäljning som kan överstiga 100 mkr (tidigare 100-300 mkr). Detta är i linje med vår prognos och därmed inget signalvärde om att vi behöver justera ned vår prognos för 2024. Förskjutningarna ger dock en viss negativ effekt på vår värdering.

Estimatändring

23e24e25e

Totala intäkter-30,1%-2,3%-0,7%

EBITDA, just.-44,4%-40,1%-4,7%

EPS, just.-24,3%-24,0%-10,0%

Kommande händelser

Q1 - rapport28 april 2023

Q2 - rapport07 juli 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier36m

Börsvärde361

Nettoskuld(1)

EV360

Free float70%

Daglig handelsvolym, snitt10k

Bloomberg TickerNICA SS EQUITY

Analytiker

Prognos (mkr)

20222023e2024e2025e

Totala intäkter534127228

Tillväxt-74%>100%>100%80%

EBITDA, just.-39-31430

EBIT, just.-51-43-916

EPS, just.-1,5-1,3-0,40,4

EPS-tillväxt, just.N.m.N.m.N.m.N.m.

EK/aktie2,00,70,40,9

EBIT-marginalNeg.Neg.Neg.7,2%

ROE, just.Neg.Neg.Neg.53,8%

ROCE, just.Neg.Neg.Neg.20,0%

EV/Sales75,3x10,7x2,8x1,6x

EV/EBITDA- -95,6x12,2x

EV/EBIT- -23,2x

P/E, just.- -27,7x

P/EK4,9x14,2x23,7x10,8x

FCF yield- -1%2%

Nettoskuld/EBITDA0,0x-1,1x9,6x1,1x

Värde och risk

Motiverat värde14 - 15 kr

Aktiekurs10,0 kr

RiskenivåHigh

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

YesNo

Likviditetsgarant✓

Certified adviser✓

Transaktioner 12m✓

## Investment case

Efter att ha uppnått viktiga framsteg under de senaste åren ser vi nu förutsättningar för att Nanologica går in i en försäljningsmässigt mer expansiv fas. Produktionsuppskalningen inom affärsområdet kromatografi är i mål och förhandlingar med storkunder pågår, där en första större kund är i slutskedet av utvärderingen. Vi ser potential för att fler diskussioner mynnar ut i konkreta avtal under 2023, vilket kommer att ge stöd för en ordentlig omsättningsökning som väntas bli synlig redan under 2023. Inom bolagets andra affärsområde, drug development, ser vi en spännande utveckling, men att det kan dröja till slutet av året eller början av 2024 innan värden i denna del av verksamheten blir mer synliga för oss på utsidan. Sammantaget anser vi att bolaget är i ett intressant läge och har möjligheter till ett nyhetsflöde under 2023 som ska bidra till att tydliggöra bolagets tillväxtprofil.

### Bolagsprofil

Nanologica utvecklar, tillverkar och marknadsför nanoporös silika (kiseldioxid) och bolaget har en unik specialistkompetens i att kontrollera dess form, storlek, porositet och ytegenskaper. Verksamheten indelas i två affärssegment: drug development och kromatografi. Bolaget är verksamt på många platser runt om i världen med distributörer i Asien, Europa och Nordamerika. Huvudkontoret ligger i Södertälje, Sverige, där bolaget även har viss produktion. En storskalig produktionsenhet är även igångsatt i Storbritannien. Vd är Andreas Bhagwani och antalet anställda per den sista september uppgick till 20. Sedan den 29 mars 2022 handlas bolagets aktier på Nasdaq Stockholm Main Market.

### Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en kassaflödesvärderingsmodell (DCF), som baseras på estimat för vartdera affärsområde till och med 2031. För att ta höjd för finansieringsbehov använder vi en WACC om 15 procent. När vi diskonterar framtida kassaflöden får vi ett värde om 14,5 kr (15,1) per aktie, vilket mynnar ut i vårt motiverade värde på 14-15 kr (15-16).

## I väntan på storskalig produktionskund

Bolaget är ännu i ett vänteläge inför förväntade ökade leveranser inom preparativ kromatografi (NLAB Saga). Optimering av produktionsprocessen behöver lite mer tid, men vi förväntar oss inte någon längre fördröjning mer än någon månad till. Aktiviteten mot kunder inom området fortsätter vara hög och nya kunder tillkom under Q4'22 som utvärderar NLAB Saga, vilket bådär gott för att bolaget ska kunna landa ett större slutkundsavtal i år.

Nettoomsättningen uppgick till 0,7 mkr (0,7) mot vår förväntan om 0,8 mkr. De operationella kostnaderna var något högre än vad vi hade räknat med och de landade på 14,8 mkr (12,2) mot förväntade 13,6 mkr. Det handlar framför allt om ökade kostnader för personal som avviker mot vår prognos. Det är inget vi oroas över, utan ser det som en naturlig del att växa organisationen i takt med att kommersialiseringen av NLAB Saga går in i en mer intensiv fas.

Lönsamhetsmässigt uppvisades ett EBITDA på -10,3 mkr (-11,2) och ett kassaflöde från den löpande verksamheten på -11,7 mkr (-15,2). Finansiellt framstår läget stabilt och vi ser inget finansieringsbehov utifrån nuvarande planer. Kassen vid årsskiftet uppgick till 70,3 mkr (11,0).

Inom affärsområdet Drug Development har det stötts på motgångar, men det är inte här de stora värdena finns i nuläget. En in-vivo-studie som genomförts levde inte upp till förväntningarna. Vi förväntar oss att en ny säkerhets- och tolerabilitetsstudie genomförs under H2 2023.

## Prognosförändringar

Det finns en klar risk för att storskaliga leveranser dröjer något längre än vad vi tidigare hade hoppats på och är anledningen till att vi drar ned vår prognos för i år. Vi väntar oss dock fortsatt en ordentlig intäktsökning i år, men med tyngdpunkt på slutet av 2023.

I samband med rapporten ändrar bolaget sin bedömning om hur mycket kromatografiverksamheten kan tänkas omsätta under 2024 och uppger nu en bedömning att försäljningen kan överstiga 100 mkr (tidigare 100-300 mkr). Detta rimmar väl med vår prognos sedan tidigare och vi ser därför inte något större behov av att justera ned. Endast marginella justeringar görs för 2024 och framåt.

Prognosförändringar		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	25,7	119,0	217,1
	Tidigare	42,8	121,9	219,7
	(%)	-40%	-2%	-1%
EBIT	Nya	-43,5	-9,4	15,6
	Tidigare	-34,0	-6,9	17,0
	(%)	-28%	-37%	-8%
EPS	Nya	-1,34	-0,36	0,36
	Tidigare	-1,07	-0,29	0,40
	(%)	-25%	-24%	-10%

Källa:

## Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en DCF-modell som utgår ifrån specifika prognoser till och med 2031. Våra övergripande antaganden presenteras nedan. I nuläget åsätter vi en extrapremie om 1 procent till vårt avkastningskrav och det återspeglar en osäkerhet som vi känner för när och hur omfattande ett storvolymsavtal kan bli.

### DCF-antaganden och värdering

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	212	Risikfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	312	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>524</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1	Extra risk-premie	1,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>523</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	36				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>14,5</b>				

Källa: EPB

### Känslighetsanalys WACC / terminalt EBITDA

		Uthållig EBITDA-marginal				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
WACC	13,0%	16,4	17,6	18,7	19,8	20,9
	14,0%	14,5	15,4	16,4	17,3	18,3
	15,0%	12,9	13,7	<b>14,5</b>	15,3	16,1
	16,0%	11,5	12,2	12,9	13,5	14,2
	17,0%	10,3	10,9	11,5	12,1	12,7

Källa: EPB

### Känslighetsanalys WACC / terminal tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	13,0%	17,6	18,1	18,7	19,3	20,0
	14,0%	15,5	15,9	16,4	16,9	17,4
	15,0%	13,8	14,1	<b>14,5</b>	14,8	15,3
	16,0%	12,3	12,6	12,9	13,2	13,5
	17,0%	11,0	11,3	11,5	11,7	12,0

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	9	16	13	2	26	119	217
Övriga rörelseintäkter	5	4	6	3	8	8	11
<b>Totala intäkter</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>34</b>	<b>127</b>	<b>228</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>75</b>	<b>137</b>
Övriga rörelsekostnader	-24	-30	-36	-42	-52	-72	-107
<b>EBITDA</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>	<b>-31</b>	<b>4</b>	<b>30</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>	<b>-31</b>	<b>4</b>	<b>30</b>
Avskrivningar	-5	-6	-10	-12	-13	-13	-14
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>	<b>-9</b>	<b>16</b>
<b>EBIT</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>	<b>-9</b>	<b>16</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>	<b>-9</b>	<b>16</b>
Finansnetto	-1	-3	-4	-4	-5	-4	-3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-48</b>	<b>-13</b>	<b>13</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-48</b>	<b>-13</b>	<b>13</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-48</b>	<b>-13</b>	<b>13</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-48</b>	<b>-13</b>	<b>13</b>
Intäktstillväxt	-	41%	-8%	-74%	>100%	>100%	80%
Bruttomarginal	96,5%	99,2%	85,2%	>100%	84,3%	63,4%	62,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%
EPS, justerad	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,34	-0,36	0,36
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Nanologica, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-20	-20	-36	-51	-43	-9	16
Övriga kassaflödesposter	5	4	1	7	3	6	9
Förändringar i rörelsekapital	6	-28	-12	-1	16	12	-12
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-10</b>	<b>-43</b>	<b>-46</b>	<b>-45</b>	<b>-25</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-7	-7	-7	-8	-7	-5
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-31</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>	<b>-54</b>	<b>-52</b>	<b>-32</b>	<b>2</b>	<b>7</b>
Nyemission / återköp	20	115	-2	112	-21	-3	-3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>20</b>	<b>115</b>	<b>-2</b>	<b>112</b>	<b>-21</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-21</b>	<b>65</b>	<b>-55</b>	<b>59</b>	<b>-53</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>25</b>	<b>-29</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>33</b>

Källa: Nanologica, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	13	14	14	16	18	19	21
Materiella anläggningstillgångar	1	2	2	3	3	4	4
Övriga anläggningstillgångar	29	29	25	19	19	21	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>47</b>
Varulager	4	5	2	1	9	22	32
Kundfordringar	3	30	43	45	33	24	24
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	66	11	70	18	17	21
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>101</b>	<b>57</b>	<b>117</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>77</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>98</b>	<b>155</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>124</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	5	93	52	73	25	15	33
<b>Summa eget kapital</b>	<b>5</b>	<b>93</b>	<b>52</b>	<b>73</b>	<b>25</b>	<b>15</b>	<b>33</b>
Långfristiga räntebärande skulder	26	35	32	67	50	50	50
Övriga långfristiga skulder	7	1	1	1	1	1	2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>32</b>	<b>68</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	3	2	4	3	3	4
Övriga kortfristiga skulder	13	15	12	9	20	37	35
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	<b>39</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>98</b>	<b>155</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>124</b>

Källa: Nanologica, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	41%	-8%	-74%	>100%	>100%	80%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	96,5%	99,2%	85,2%	>100%	84,3%	63,4%	62,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,2%	13,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,2%	13,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,0%

Källa: Nanologica, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	54%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26%

Källa: Nanologica, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	27%	23%	13%	24%	25%	17%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	>100%	>100%	>100%	98%	19%	11%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	54%	59%	40%	32%	45%	56%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	-39%	99%	>100%	>100%	62%	7%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,2x	0,2x	0,0x	0,4x	1,8x	2,6x

Källa: Nanologica, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	25	-29	23	1	35	36	33
Soliditet	11%	64%	52%	47%	26%	14%	27%
Nettoskulsättningsgrad	4,6x	-0,3x	0,4x	0,0x	1,4x	2,4x	1,0x
Nettoskuld / EBITDA	-1,7x	2,1x	-0,9x	0,0x	-1,1x	9,6x	1,1x

Källa: Nanologica, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,34	-0,36	0,36
EPS, justerad	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,34	-0,36	0,36
FCF per aktie	-2,43	-1,80	-1,91	-1,45	-0,89	0,06	0,20
Eget kapital per aktie	0,33	3,35	1,83	2,02	0,71	0,42	0,92
Antal aktier vid årets slut, m	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1	36,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1	36,1

Källa: Nanologica, EPB

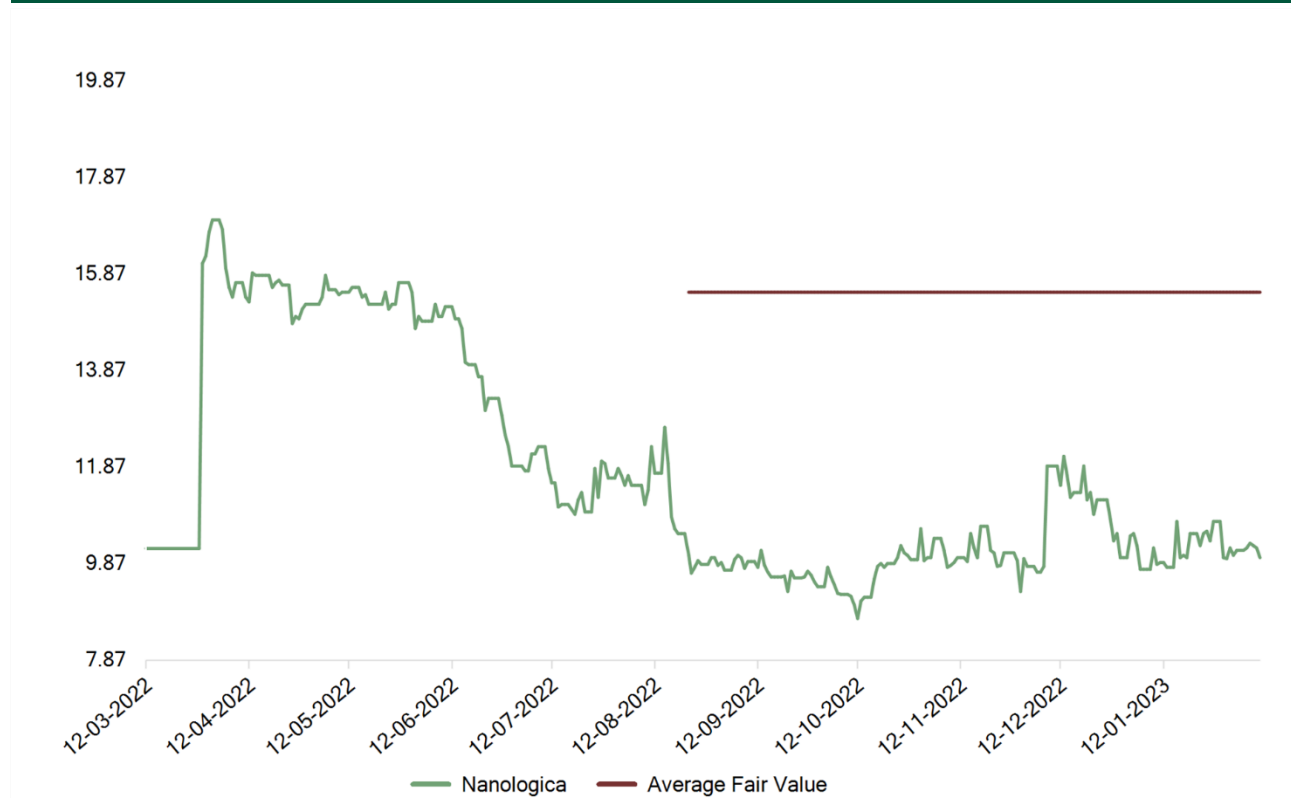
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,7x
P/EK	32,2x	4,0x	7,5x	4,9x	14,2x	23,7x	10,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	155,8x	50,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	14,0x	17,1x	22,1x	75,3x	10,7x	2,8x	1,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	95,6x	12,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,2x
EV	199	343	409	362	360	360	360
Aktiekurs	10,5	13,4	13,7	10,0	10,0	10,0	10,0

Källa: Nanologica, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Nanologica (NICA SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC



## 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)