



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 21 februari 2023

Bio-Works Technologies

Styrkebesked

Bra avslut på fjolåret

Siffrorna för H2 2022 överraskade oss positivt och visade på en mycket bra försäljningsutveckling i det fjärde kvartalet, där nettoomsättningen steg med imponerande 80 procent. Våra förväntningar på försäljningen överträffades därmed och ger mersmak inför 2023. Att växa snabbt kostar dock och även bolagets kostnader ökade mer än vad vi hade räknat med. Det vi tar med oss är den starka tillväxten, vilket var ett viktigt besked efter den något svagare utvecklingen i det tredje kvartalet.

Bra läge för stark utveckling i år

Utöver en bra försäljningsutveckling uppvisades en stark ordergång och en välfylld orderbok in i 2023, som totalt uppgick till 27,6 mkr. Därutöver har bolaget landat ytterligare en större uppföljningsorder om 3,4 mkr. Sammantaget ger det en orderbok, som vi bedömer ska levereras i år, på över 40 procent av vår prognos för 2023 (även efter uppjustering). Läget är således starkt inför resten av året.

Vi höjer efter en bra rapport

Den starka försäljningsutvecklingen och goda ordergången ger oss anledning att justera upp våra prognoser. Med stöd av de höjda prognoserna justerar vi även upp vårt motiverade värde till 28-30 kr per aktie (27-28). Det finansiella läget är under kontroll, med en nettokassa på 65,9 mkr. Vi bedömer att den är tillräcklig för att finansiera verksamheten tills positiva kassaflöden kan nås under H2 nästa år.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	28 - 30 kr
Totala intäkter	3,4%	5,8%	12,1%	Totala intäkter	43	75	122	189	Aktiekurs	23,0 kr
EBITDA, just.	-10,9%	29,0%	41,3%	Tillväxt	-27%	74%	63%	54%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-9,0%	27,4%	51,5%	EBITDA, just.	-46	-27	-4	25	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser				EBIT, just.	-46	-28	-5	23		
				EPS, just.	-1,3	-0,8	-0,1	0,6		
Q2 - rapport	08 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Q4 - rapport	19 februari 2024			EK/aktie	1,9	1,1	1,0	1,6		
Bolagsfakta (mkr)				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%		
				Antal aktier	35m			ROE, just.		
Börsvärde	809			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	49,5%		
Nettoskuld	(66)			EV/Sales	15,6x	9,9x	6,1x	3,9x		
EV	743			EV/EBITDA	-	-	-	30,1x		
Free float	70%			EV/EBIT	-	-	-	32,8x		
Daglig handelsvolym, snitt	27k			P/E, just.	-	-	-	35,7x		
Bloomberg Ticker	BOWKS SS EQUITY			P/EK	10,9x	20,2x	23,1x	14,3x		
Analytiker				FCF yield	-	-	-	3%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,3x	7,8x	-2,2x		

Klas Palin
 klas.palin@penser.se

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Bio-Works är i början av en långsiktig och stark tillväxtresa, som vi bedömer kommer kunna pågå under många år framöver. Tilltalande i caset är de starka och långsiktiga band som bolaget etablerar till sina kunder och en återkommande relation, där regulatoriska barriärer begränsar risken mot konkurrenter. De framgångar som uppnåtts under det senaste året ger bolaget en stabil grund med kunder att bygga vidare på samtidigt som kundbasen kontinuerligt växer.

Tillväxten drivs av starka trender i marknaden inom biologiska läkemedel, där bolagets produkter används. Som en nischspelare med ett unikt produkt erbjudande inriktat specifikt mot komplexa kunder, ser vi förutsättningar att bolaget kan växa snabbare än sina underliggande marknader.

Styrkan i Bio-Works verksamhet har börjat uppmärksammas, även om vi anser att den fulla potentialen ännu är långt ifrån inprisad. Därtill handlas aktien lägre än jämförbara bolag, vilket ger stöd åt vår positiva syn på bolagsvärdet.

Bolagsprofil

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel. VD för bolaget är Jonathan Royce.

Försäljning bedrivs globalt, med egen direktförsäljning på den nordamerikanska marknaden och betydelsefulla marknader i Europa. På övriga marknader sker den via distributörer. Kunderna återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny liten spelare inom fältet ser Bio-Works bäst möjligheter att ta sig in på denna väletablerade marknad, med monopolistiska drag, genom att rikta sig mot de mindre och medelstora läkemedelsutvecklarna. Här finns, bedömer vi, större behov av en närmare relation till ett säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera medan det är svårare att få från de större ledande aktörerna.

Värdering

Vi värderar Bio-Works utifrån en DCF-modell och använder en WACC om 14 procent. Vi väljer ni att justera upp vårt motiverade värde till 28-30 kr per aktie (27-28).

Bra slut på 2022

Bio-Works utvecklades starkt under det fjärde kvartalet 2022 och nettoomsättningen ökade till en ny rekordnivå om 16,0 mkr. Tillväxten i Q4'22 uppgick till 80 procent och för H2 2022 visades en tillväxt om 70 procent. Även rörelsekostnaderna ökade mer än vår förväntan och därmed hamnade resultatet under vår prognos. Signalerna från bolaget är att det finns skalfördelar i produktionen som bättre kan tas tillvara under 2023.

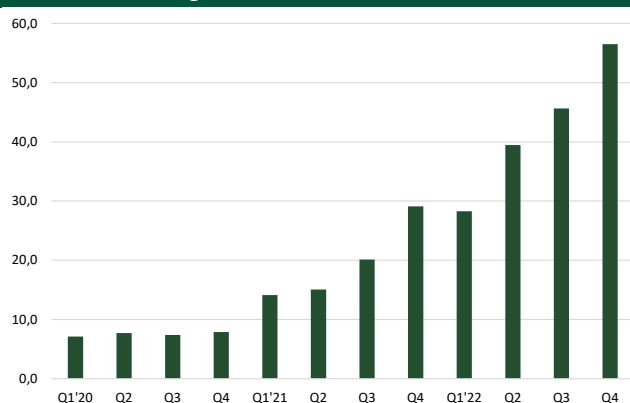
Avvikelsestabell H2 2022

	H2 2022			
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)
Nettoomsättning	23,2	21,7	1,5	6,8%
Förändring av varulager	-0,9	0,6	-1,5	-234,2%
Övriga rörelseintäkter	1,1	0,8	0,3	41,5%
Rörelsekostnader	-45,8	-40,7	-5,1	-12,4%
Råvaror och förnödenheter	-6,6	-4,5	-2,1	-47,1%
Övriga externa kostnader	-17,1	-15,7	-1,4	-8,9%
Personalkostnader	-21,1	-20,0	-1,1	-5,5%
Avskrivning tillgångar	-0,3	-0,2	-0,1	-31,5%
Övriga rörelsekostnader	-0,7	-0,3	-0,4	-125,7%
EBITDA	-22,0	-17,4	-4,7	-27,0%
EBIT	-22,3	-17,6	-4,7	-27,0%
Finansnetto	0,9	0,2	0,7	373,0%
EBT	-21,4	-17,4	-4,0	-23,0%
Skatt	-0,1	0,0	-0,1	Na
Nettoresultat	-21,5	-17,4	-4,1	-23,8%

Källa: EPB, Bolaget

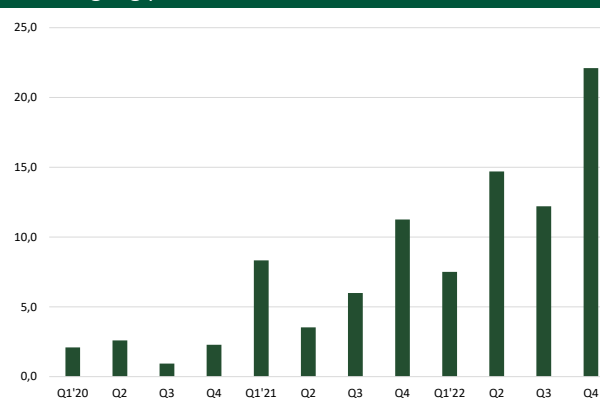
Mest imponerande var den starka orderingen under perioden och vid årsskiftet hade bolaget en orderbok värd 27,6 mkr, där vi bedömer att merparten kommer att levereras i år. Bakom en växande orderbok ser vi en bra inströmning av nya produktionskunder, men även en positiv utveckling för det nyligen lanserade produktkonceptet GoBio. Här rapporteras en ordergång på 6 mkr under H2 2022. Senare i år förväntar vi oss att bolaget även lanserar den specialanpassade högvärdesprodukten för plasmidrening (används vid produktion av olika virala vektorer). Det är ett intressant produktkoncept som har stor potential och där konkurrensen ännu verkar vara begränsad.

Nettoomsättning rullande tolv månader



Källa: EPB, Bolaget

Ordergång per kvartal



Källa: EPB, Bolaget, siffrorna i Q3 och Q4 har justerats efter bästa gissning hur de fördelats

Finansiellt är läget fortsatt stabilt och bolaget hade vid årsskiftet en kassa på 65,9 mkr. Vår bedömning är att detta ger finansiering till positiva kassaflöden som ska kunna uppnås under H2 nästa år.

Prognosförändringar

Med stöd av en bra rapport och stark ordergång har vi justerat upp våra prognoser, se nedan.

Uppdaterade prognoser				
(MSEK)		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	72,0	118,7	184,3
	Tidigare	68,2	110,2	161,1
	(%)	6%	8%	14%
EBITDA	Nya	-26,9	-3,7	24,7
	Tidigare	-24,3	-5,3	17,5
	(%)	-11%	30%	41%
EPS (SEK)	Nya	-0,9	-0,2	0,7
	Tidigare	-0,8	-0,2	0,5
	(%)	-10%	26%	52%

Källa: EPB

Halvårsprognoser 2021-2023 (mkr)						
	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023E	H2 2023E
Nettoomsättning	8,3	13,6	18,1	23,2	30,7	41,3
Förändring av lager	0,4	0,9	1,0	-0,9	0,5	0,5
Övriga rörelseintäkter	32,0	3,6	0,4	1,1	1,0	1,0
Summa intäkter	40,7	18,1	19,6	23,4	32,2	42,8
Råvaror och förnödenheter	-1,4	-3,3	-6,0	-6,6	-8,2	-9,8
Övriga externa kostnader	-14,3	-14,1	-14,5	-17,1	-16,7	-18,6
Personalkostnader	-15,4	-18,7	-22,2	-21,1	-22,6	-24,9
Av-/nedskrivningar	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,8	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6
Summa rörelsens kostnader	-31,4	-37,2	-43,3	-45,8	-48,4	-54,1
EBITDA	9,6	-18,7	-23,6	-22,0	-15,9	-11,0
EBIT	9,3	-19,1	-23,8	-22,3	-16,2	-11,3
Finansnetto	-0,4	0,8	0,5	0,9	0,2	0,2
Res. efter finansnetto	8,9	-18,3	-23,3	-21,4	-16,0	-11,1
Skatt	0,0	-3,6	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Periodens resultat	8,9	-21,8	-23,5	-21,5	-16,0	-11,1

Källa:

Värdering

Vår värdering av Bio-Works stödjer sig på en DCF-modell, baserad på explicita estimat tio år framåt och därefter en uthållig tillväxt på 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC om 14 procent. Våra nya prognoser ger ett högre värde per aktie om 28,3 kr (27,4).

DCF-modell övergripande antaganden

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	351	Risikfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	579	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	40,0%
Företagsvärde (EV)	930	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-66	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
Eget kapital	996			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	35				
Eget kapital per aktie (kr)	28,3				

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBITDA-marginal

		Uthållig EBITDA-marginal				
		35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
WACC	12,0%	34,4	36,1	37,9	39,7	41,5
	13,0%	29,8	31,3	32,7	34,2	35,7
	14,0%	26,1	27,3	28,6	29,8	31,0
	15,0%	23,1	24,2	25,2	26,2	27,3
	16,0%	20,6	21,5	22,4	23,3	24,2

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,0%	35,3	36,5	37,9	39,4	41,2
	13,0%	30,8	31,7	32,7	33,9	35,1
	14,0%	27,1	27,8	28,6	29,4	30,4
	15,0%	24,0	24,6	25,2	25,9	26,6
	16,0%	21,5	21,9	22,4	22,9	23,5

Källa: EPB

Aktien har utvecklats väl på börsen det senaste halvåret och är upp med 16 procent, medan det breda indexet för Stockholmsbörsen, OMXSPI, är upp med drygt 6 procent under samma period. Bakom den positiva kursutvecklingen ser vi framför allt en bra orderingång under perioden och rapporten för fjärde kvartalet. Nedan har vi jämfört Bio-Works med norska ArcticZymes och Genovis, vilka vi anser är deras närmaste "peers" i Norden. De två bolagens aktier har gått i olika riktningar, där Genovis gått starkt och aktien är upp med 44 procent senaste sex månaderna. För norska Arcticzymes har det gått åt andra hållet och aktien är ned med nästan 50 procent.

Utifrån en EV/S-multipel, den mest relevanta för Bio-Works, framstår värderingen fortsatt attraktiv.

Värdering av jämförbara bolag

	EV (SEK)	EV / Sales 2023	2024
ArcticZymes Technologies	1 870	12,2x	9,3x
Genovis	4 377	16,0x	9,5x
Medelvärde		14,1x	9,4x
Bio-Works	868	12,1x	7,3x

Källa:

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	5	7	6	7	22	41	72	119	184
Övriga rörelseintäkter	4	1	1	(1)	37	2	3	4	4
Totala intäkter	9	7	7	7	59	43	75	122	189
Kostnad sålda varor	-1	-1	-2	-1	-5	-13	-18	-26	-37
Bruttoresultat	7	6	5	5	54	30	57	96	152
Övriga rörelsekostnader	-29	-37	-46	-50	-63	-76	-84	-100	-127
EBITDA	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-27	-4	25
EBITDA, justerad	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-27	-4	25
Avskrivningar	-2	-7	-2	-1	-1	0	-1	-1	-2
EBITA, justerad	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-28	-5	23
EBIT	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-28	-5	23
EBIT, justerad	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-28	-5	23
Finansnetto	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Resultat före skatt	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-27	-5	23
Resultat före skatt, justerad	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-27	-5	23
Total skatt	0	0	0	0	-4	0	0	0	0
Nettoresultat	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-27	-5	23
Nettoresultat, justerad	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-27	-5	23
Intäktstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	74%	63%	54%
Bruttomarginal	>100%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	79,1%	81,0%	82,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,77	-0,13	0,64
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-28	-5	23
Övriga kassaflödesposter	2	7	2	0	-2	-1	1	1	2
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	0	1	-1	4	-4	1	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-31	-3	25
Fritt kassaflöde	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-31	-3	25
Nyemission / återköp	99	0	63	0	84	4	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	99	0	63	0	84	4	-	-	-
Kassaflöde	78	-34	23	-43	71	-38	-31	-3	25
Nettoskuld	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-34	-29	-54

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	9	2	1	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	2	2	3	4	3
Summa anläggningstillgångar	9	3	2	2	2	2	3	4	3
Varulager	4	6	7	7	8	10	13	16	19
Kundfordringar	3	4	3	4	8	14	11	13	15
Likvida medel och kortfristiga placeringar	89	54	76	33	103	66	34	29	54
Summa omsättningstillgångar	96	64	86	44	119	89	58	58	88
SUMMA TILLGÅNGAR	105	67	88	45	121	92	61	62	91
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	99	62	82	37	109	68	40	35	57
Summa eget kapital	99	62	82	37	109	68	40	35	57
Leverantörsskulder	2	1	1	2	3	7	7	10	13
Övriga kortfristiga skulder	4	4	5	6	9	17	13	17	22
Summa kortfristiga skulder	6	6	6	8	12	24	21	27	34
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	105	67	88	46	121	92	61	62	91

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	74%	63%	54%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	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.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	79,1%	81,0%	82,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	50%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	50%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	44%	83%	>100%	97%	13%	22%	17%	13%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	33%	56%	42%	64%	14%	32%	15%	11%	8%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	68%	>100%	66%	54%	41%	39%	34%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	15%	12%	16%	18%	27%	20%	21%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	59%	58%	42%	7%	-1%	5%	2%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x	0,5x	0,6x	1,9x	3,5x	3,3x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-34	-29	-54
Soliditet	94%	91%	93%	82%	90%	74%	66%	56%	62%
Nettoskulsättningsgrad	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-1,0x	-0,8x	-0,8x	-0,9x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,7x	1,9x	0,7x	11,2x	1,4x	1,3x	7,8x	-2,2x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,77	-0,13	0,64
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,77	-0,13	0,64
FCF per aktie	-1,10	-1,80	-1,32	-1,43	-0,38	-1,21	-0,87	-0,07	0,70
Eget kapital per aktie	5,14	3,19	2,70	1,23	3,11	1,93	1,14	0,99	1,61
Antal aktier vid årets slut, m	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,7x
P/EK	1,8x	2,8x	3,0x	7,4x	8,8x	10,9x	20,2x	23,1x	14,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	11,0x	16,1x	24,0x	36,3x	14,6x	15,6x	9,9x	6,1x	3,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,8x
EV	94	116	167	244	856	673	743	743	743
Aktiekurs	9,5	8,8	8,0	9,1	27,5	21,0	23,0	23,0	23,0

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bio-Works Technologies (BIOWKS 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 frånsäger 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 informations spridning, 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