



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 23 februari 2023

Karolinska Development

Attraktivt läge i portföljen

Oförändrat substansvärde sekventiellt


Karolinska Development redovisar ett totalt verkligt värde om 1 313 mkr i utgången av Q4, motsvarande en ökning om 30 mkr q/q. Nettobeloppet - verkligt värde efter vinstdelning - var 984 mkr (953 i Q3). Substansvärdet per aktie vid utgången av Q4 var 4,6 kr (4,6 kr per aktie i Q3). Förändring av verkligt värde av andelar i portföljbolag var 15 mkr i Q4, drivet primärt av kursutvecklingen i OssDsign och Modus Therapeutics.

Attraktivt läge i portföljen

Efter kvartalet har Umecrine redovisat lovande prekliniska data för golexanolon i en modell för Parkinsons sjukdom, vilket öppnar upp för ytterligare marknadspotential för läkemedelskandidaten. Utöver detta har Dilafor redovisat positiva resultat från förlängningen av sin fas 2b-studie av kandidaten Tafoxiparin. Vi bedömer utifrån Karolinska Developments portföljstrategi att Dilafor därmed nått ett läge där Karolinska Development typiskt sett ser över ägarstrukturen i portföljbolaget för att optimera det fortsatta arbetet med läkemedelskandidaten. Detta gör att vi anser att Karolinska Developments portfölj är attraktivt positionerad.

Höjer motiverat värde

Under Q4 deltog Karolinska Development i en såddfinansiering för danska dermatologibolaget Henlez, samtidigt som bl.a OssDsign redovisade tilltagande tillväxt i sin Q4-rapport. Vi gör endast mindre justeringar av våra värden av portföljbolagen. Vi höjer vårt motiverade värde marginellt till 4,6 – 4,8 kr (4,5 – 4,7 kr per aktie).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	4,6 - 4,8 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	2	2	2	2	Aktiekurs	1,9 kr												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	6%	0%	0%	0%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	0,1%	0,1%	-	EBITDA, just.	-87	-29	-29	-29	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-87	-30	-30	-30														
Q1 - rapport	28 april 2023			EPS, just.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1														
Q2 - rapport	25 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	4,6	4,5	4,4	4,3	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m	✓																					
Antal aktier	270m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	535			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	(190)			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	345			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float	41%			EV/Sales	146,2x	150,7x	151,0x	151,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	463k			P/EK	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x														
Bloomberg Ticker	KDEV SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	1,5x	4,1x	3,0x	2,0x														
Analytiker																						
Hjalmar Jernström																						
hjalmar.jernstrom@penser.se																						

Investment case

Från att ha varit ett bolag med en bred portfölj, få exits och en ogynnsam finansieringsstruktur har Karolinska Development sedan 2016 drivit igenom omfattande omstruktureringar på flera fronter. Bolaget har nu ställt om till ett investmentbolag med en tydligt definierad strategi och ett nytt team med lång och relevant erfarenhet, samtidigt som bland annat finansieringslösningarna avsevärt förbättrats. Vi ser flera attraktiva operationella och finansiella aspekter av Karolinska Development:

- Tillgång till olistade bolag med ursprung i den nordiska forskarvärlden, där direktinvesteringar endast är tillgängliga för utvalda investerare.
- En naturlig diversifiering i portföljen genom att Karolinska Development har en stor portfölj av noterade och onoterade life science-bolag.
- Stark finansiell position med möjlighet att fortsätta driva utvecklingen av portföljen.

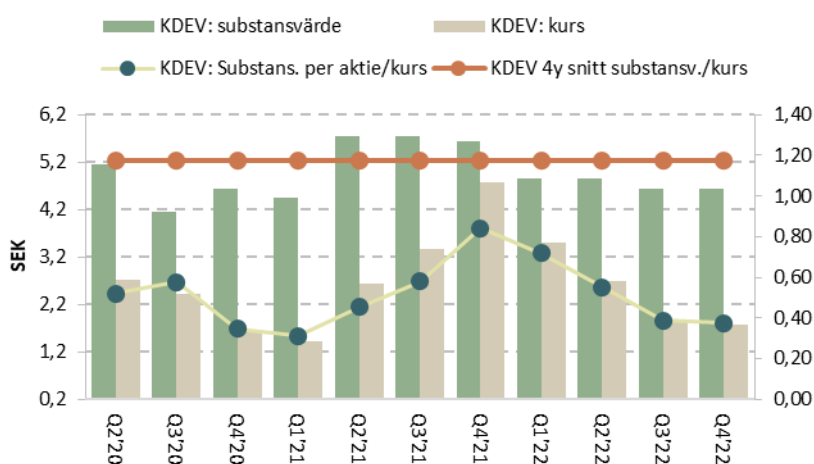
Bolagsbeskrivning

Karolinska Development är ett investmentbolag som investerar i nordiska life science-bolag. Bolagets strategi är att vara aktiv ägare i medicinbolag med läkemedelsprojekt eller medintekniska produkter med stor kommersiell potential. Karolinska Developments investeringsstrategi underlättas av närheten till den nordiska forskningsvärlden, tillgången till ett omfattande nätverk av personer som kan tillsättas i portföljbolagen och kombinationen av medicinsk och finansiell expertis. Karolinska Development grundades 2003 och hade tidigt en tydlig anknytning till den nordiska forskarvärlden. Efter 8 års verksamhet börsnoterades bolaget 2011. Sedan 2016 har bolaget en uppdaterad investeringsstrategi, en ny företagsledning och en mer fördelaktig ägar- och finansieringsstruktur i portföljbolagen. Vi bedömer att Karolinska Development har goda förutsättningar för en framgångsrik fortsatt investeringsresa. Historiskt har Karolinska Development investerat i bland annat Oncopeptides, Aprea, Xspray och Bioarctic. I dagsläget består portföljen av de direkt eller indirekt ägda innehaven Dilafor, UmeCrine Cognition, SVF Vaccines, Promimic, OssDesign, Modus Therapeutics, Aprea, AnaCardio, PharmNovo, Biosergen och Henlez.

Värdering

Vi värderar Karolinska Development med en SotP-värdering. Dilafor och UmeCrine Cognition värderas i separata värderingsmodeller med individuella antaganden, se detaljer under värderingssegmentet. Vi värderar övriga bolag antingen till bokfört värde (justerat för en uppskattad skälig premie), eller via senast betalt för noterade bolag. Den skäliga premien uppskattas relativt andra noterade investmentbolag inom sektorn samt andra investmentbolag generellt. OssDesign värderar vi till det motiverade värde som EPB för tillfället befäster bolaget. Vårt summerade motiverade värde av Karolinska Developments andelar i portföljbolagen justeras därefter med utdelning till samägandebolag, nettoskuldsättning samt diskonterade framtida rörelsekostnader för att generera ett motiverat värde. Vi ser ett motiverat värde om 4,60 – 4,80 kr per aktie (4,50 - 4,70 kr per aktie).

Diagram 1: Karolinska Development: Substansvärde och pris



Källa: Factset, Bolagsrapporter

Kvartalet i detalj

Karolinska Development redovisar ett totalt verkligt värde om 1 313 mkr i utgången av Q4, motsvarande en ökning om 30 mkr q/q. Nettobeloppet - verkligt värde efter vinstdelning - var 983mkr (953 i Q3). Resultatet från förändring av värden i portföljbolag uppgick till 15 mkr i Q4, bl.a drivet av kursutvecklingen i OssDesign och Modus Therapeutics. Totala investeringar i portföljbolag var ca 16 mkr under Q4. Substansvärdet vid kvartalets utgång uppgick till 1 249 mkr (1 237 mkr i Q3) och per aktie 4,6 kr (4,6 kr Q3). Under och efter Q4-rapporten har bolaget presenterat flera nyheter för de centrala innehaven Dilafor och Umecrine. Umecrine Cognition meddelade i januari påvisad effekt av golexanolon i en preklinisk modell av Parkinsons sjukdom och i januari meddelade man att golexanolon fått sär läkemedelsstatus. I februari meddelade Dilafor positiva resultat från den förlängning av sin fas 2b-studie av tafoxiparin som man meddelat tidigare. Nedan sammanfattas värdet av Karolinska Developments portfölj vid utgången av Q4 samt förändringen relativt Q3.

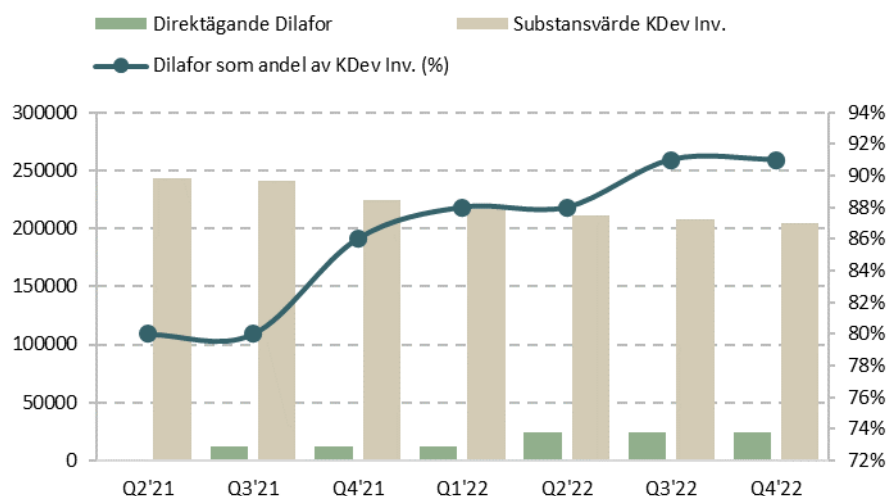
Tabell 1: Portföljbolag per Q4

Bolag	Q4'22	Q3'22	Förändring	Kommentar
Modus Therapeutics	28 951	25 526	13%	Noterat innehav
OssDesign	42 958	20 257	112%	Notera innehav, emission
Promimic	3 625	3 656	-1%	Noterat innehav
AnaCardio	45 138	45 138	0%	
Dilafor	24 026	24 026	0%	
Henlez	5 586			Initial investering
PharmNovo	20 000	20 000	0%	
SVF Vaccines	12 867	10 346	24%	Investering
Umecrine	588 799	588 633	0%	Kapitalanskaffning
KCIF Co-Investment Fund	8 025	7 999	0%	Investering
Kdev Investments	204 020	207 462	-2%	
Summa bolag	983 995	953 043	3%	
Övriga tillgångar och skulder	265 136	284 629	-7%	
Summa substansvärde	1 249 131	1 237 672	0,9%	
Per aktie	4,6	4,6	0,9%	

Källa: Bolagsrapporter

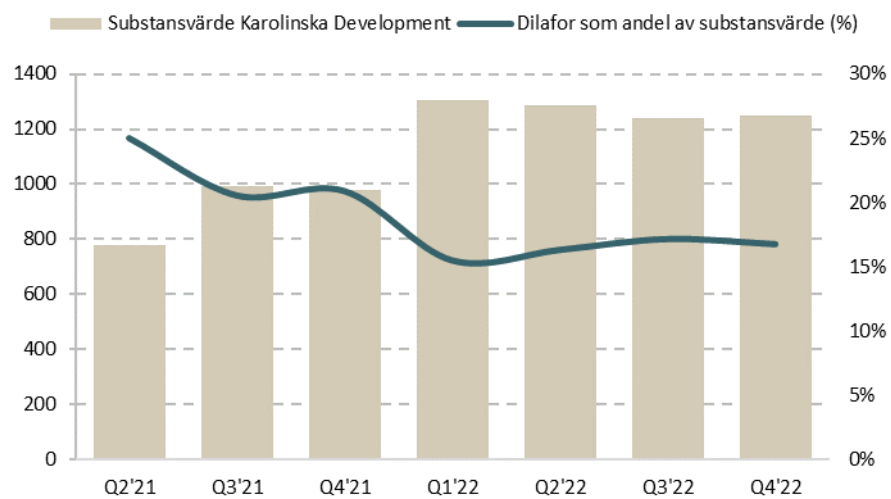
Nedan sammanfattas Dilafors verkliga värde (justerat för potentiell utdelning till Rosetta Capital) och den historiska utvecklingen. Vi sammanfattar även Dilafor som andel av substansvärde, samt Karolinska Developments totala substansvärde.

Diagram 2: Dilafor: Direktägande och andel av KDev Inv. (%)



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: Substansvärde och Dilafor som andel av substansvärde (%)



Källa: Bolagsrapporter

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsjustering efter Q4-rapporten. Vi värderar bolaget med Sum-of-the-parts-modell och en DCF-modell. Vi uppdaterar primärt värdet i noterade bolag och ser ett nytt motiverat värde om 4,6 – 4,80 per aktie (4,50 – 4,70).

Tabell 2:

Bolag	Q4'22	Q3'22	Förändring	Värderingsmodell
Modus Therapeutics	25 194	17 205	46%	Senast betalt
OssDesign	114 407	90 096	27%	EPB motiverat värde
Promimic	5 219	3 656	43%	Senast betalt
AnaCardio	54 166	54 166	0%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (direkt)	21 748	21 718	0%	Modell
Henlez	6 703	N/A	N/A	Bokfört värde
PharmNovo	20 000	20 000	0%	Bokfört värde
SVF	12 415	12 415	0%	Bokfört + premie/rabatt
Umecrine	755 016	753 776	0%	Modell
KCIF Co-Investment Fund	9 599	9 599	0%	Bokfört + premie/rabatt
KDev Inv. ex Dilafor	41 306	41 306	0%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (indirekt)	652 433	651 545	0%	Modell
KDev Investments tot	693 739	692 851	0%	N/A
Forendo tilläggsköpeskillingar	84 279	84 279	0%	Disk. Earn-outs
Summa bolag	1 806 484	1 736 106	4,1%	

Summa	1 806 484
Utbetalning Rosetta	-395 559
Skulder etc	-189 820
Kostnader KDEV	-100 000
Motiverat värde	1 500 745
Aktier	270 078
Per aktie	5,6

Källa: EPB, Bolagsrapporter

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Vi baserar DCF-modellen på antaganden kring diskonteringsränta, avyttringshorisont för portföljbolagen, samt tillväxt bortom prognosperioden. DCF-modellens huvudsakliga antagande är en innehavsperiod om i genomsnitt 4 år för portföljbolagen bortom prognosperioden. Vi applicerar en diskonteringsränta om 12,4 %. Räntan baseras på en riskfri ränta om 2,5%, samt en extra riskpremie om 6%. Riskpremien baseras på att Karolinska Development i de flesta portföljbolag inte har någon majoritetsandel, vilket föranleder en lägre risk för att behöva ha en avgörande roll vid eventuella framtida finansieringar av portföljbolagen. Bolaget i sin nuvarande struktur har dock ett relativt begränsat track-record när det kommer tillförsäljningar av bolag i portföljen. Sammantaget ser vi en diskonteringsränta om 12,4%, vilket gör att vår DCF ger ett motiverat värde om 4,2 kr per aktie.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	931
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	931
Latest net debt	-190
Minority interests & other	0
Equity value	1 121
No. of shares outstanding (millions)	270
Equity value per share (SEK)	4,2

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	13,6%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	12,4%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	1,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Totala intäkter	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Bruttoresultat	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Försäljningskostnader	-24	-15	-23	-24	-23	-27	-25	-25	-25
Övriga rörelsekostnader	242	86	369	-181	182	-62	-7	-7	-7
EBITDA	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBITDA, justerad	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBITA, justerad	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBIT	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
EBIT, justerad	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
Finansnetto	-80	-86	-75	-10	10	-1	-2	-2	-2
Resultat före skatt	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Resultat före skatt, justerad	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Nettoresultat	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Nettoresultat, justerad	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Intäkstillväxt	-	25%	10%	-22%	-18%	6%	0%	0%	0%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Karolinska Development, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
Övriga kassaflödesposter	-255	-103	-386	173	-189	56	1	1	1

Förändringar i rörelsekapital	3	42	33	-4	45	-18	18	-3	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-31	13	-6	-33	17	-50	-11	-32	-29
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	9	12	-5	-3	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	9	12	-5	-3	2	0	0	0
Fritt kassaflöde	-31	22	6	-38	14	-48	-11	-32	-29
Förvärv och avyttringar	-44	-105	-24	63	4	-94	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	236	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-44	-105	-24	63	3	141	0	0	0
Kassaflöde	-75	-83	-18	24	17	94	-11	-32	-29
Nettoskuld	360	412	-32	-76	-42	-131	-120	-88	-59

Källa: Karolinska Development, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	41	27	0	0	62	60	60	60	60
Andelar i intresseföretag	448	619	1 048	770	950	984	984	984	984
Övriga anläggningstillgångar	3	5	2	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	492	651	1 050	771	1 013	1 044	1 044	1 044	1 044
Övriga omsättningstillgångar	152	128	65	43	54	76	61	59	59
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	16	52	76	42	131	120	88	59
Summa omsättningstillgångar	171	143	117	119	97	207	181	147	118
SUMMA TILLGÅNGAR	663	794	1 167	890	1 109	1 252	1 225	1 191	1 162
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	267	296	1 008	800	971	1 241	1 216	1 191	1 162
Summa eget kapital	267	296	1 008	800	971	1 241	1 216	1 191	1 162
Långfristiga räntebärande skulder	379	428	20	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	11	0	79	1	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	384	440	20	79	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	12	59	139	11	137	10	10	0	0
Summa kortfristiga skulder	12	59	139	11	137	10	10	0	0
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	663	794	1 167	890	1 109	1 252	1 225	1 192	1 162

Källa: Karolinska Development, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	25%	10%	-22%	-18%	6%	0%	0%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	>100%	Neg.	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	42%	Neg.	19%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	12%	40%	Neg.	18%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	11%	41%	Neg.	19%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-6%	-83%	-40%	5%	-86%	11%	30%	-	-
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	-2202%	>100%	-3836%	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Karolinska Development, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	360	412	-32	-76	-42	-131	-120	-88	-59
Soliditet	40%	37%	86%	90%	88%	99%	99%	>100%	100%
Nettoskuldsättningsgrad	1,3x	1,4x	0,0x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	5,6x	-0,1x	0,4x	-0,3x	1,5x	4,1x	3,0x	2,0x

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
EPS, justerad	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
FCF per aktie	-0,51	0,35	0,08	-0,22	0,05	-0,18	-0,04	-0,12	-0,11
Eget kapital per aktie	4,36	4,62	13,6	4,56	3,60	4,60	4,50	4,41	4,30
Antal aktier vid årets slut, m	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270
Antal aktier efter utspädning, snitt	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270

Källa: Karolinska Development, EPB

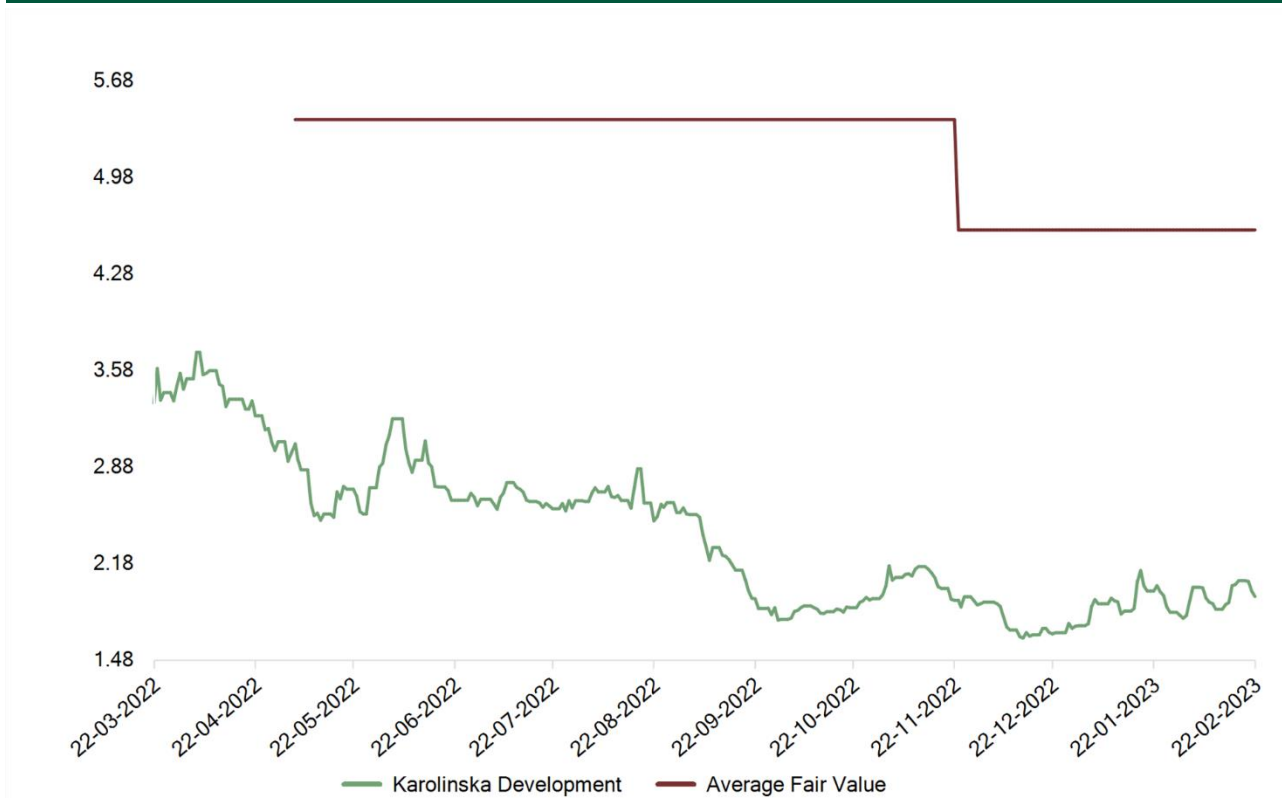
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	2,2x	Neg.	0,8x	Neg.	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,2x	1,2x	0,2x	0,3x	1,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x
P/FCF	Neg.	15,9x	38,7x	Neg.	93,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	6%	3%	Neg.	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	273,3x	249,6x	63,1x	77,0x	566,8x	146,2x	150,7x	151,0x	151,1x
EV/EBITDA, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,6x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	673	767	213	204	1 230	336	345	345	345
Aktiekurs	5,1	5,5	3,1	1,6	4,7	1,7	2,0	2,0	2,0

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Karolinska Development (KDEV 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