



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 27 februari 2023

Vivesto

Vi ser fram emot ökad tydlighet

Lägre kostnader förlänger uthålligheten

Bolaget uppvisade som förväntat inga intäkter i det fjärde kvartalet. Den trend som påbörjades under fjolåret med minskande kostnader fortsatte under perioden och nytilträdde VD indikerar att det kan finnas möjlighet att reducera kostnadskostymen ytterligare. Vid utgången av 2022 hade bolaget en kassa på 142,5 mkr. Utifrån det vi hör från ledningen och de rapporterade siffrorna så anser vi att det finns goda argument för att anta att kassapositionen ger finansiering av verksamheten längre än vår tidigare bedömning, in i 2024 (tidigare till slutet av 2023).

Nya tag inom veterinärprojekt

Rapporten för det fjärde kvartalet innehöll begränsat med ny information om projekten. Lanseringen av Apealea i Tyskland fortsätter och förberedelser pågår i Storbritannien. I Schweiz blev det dock tummen ned och där verkar myndigheter vilja se mer data för ett marknadsgodkännande. Rekryteringen till docetaxel micellar-studien fortlöper, men sista patient väntas först under H2 2023 (tidigare H1 2023). I rapporten tänds dock ett ljus för veterinärportföljen och en klinisk studie för Paccal Vet utvärderas. Det är dock fortsatt hundar som verkar vara i fokus. Det indikeras att en studie skulle kunna inledas redan i år. Vi ser fram emot att få mer tydlighet kring detta.

Vi ser fram emot en ny plan

Efter rapporten för det fjärde kvartalet gör vi justeringar i våra prognoser och det handlar främst om att sänka förväntade kostnader för i år och nästkommande år. Därtill tar vi höjd för en något långsammare lansering av Apealea som påverkar värdet och vi sänker motiverat värde till 0,85-0,90 kr (0,90-0,95). Det har varit relativt tyst från bolaget under en längre period, men med ny permanent VD på plats så ser vi fram emot en mer aktiv kommunikation och besked om hur bolaget ska byggas vidare.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	0,9 - 1,0 kr	
Totala intäkter	0,2%	-6,4%	-	3	9	16	27	Aktiekurs	0,4 kr	
EBITDA, just.	20,9%	11,8%	-	-95%	>100%	83%	72%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	18,2%	10,4%	-	-91	-87	-105	-123	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser				EBIT, just.	-165	-116	-135			-154
Q1 - rapport	25 maj 2023			EPS, just.	-0,3	-0,2	-0,3			-0,3
Q2 - rapport	24 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.			N.m.
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	1,0	0,7	0,7			0,6
Antal aktier	538m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0			0,0
Börsvärde	234			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.
Nettoskuld	(143)			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.
EV	91			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.			Neg.
Free float	75%			EV/Sales	410,8x	10,5x	3,9x			2,3x
Daglig handelsvolym, snitt	455k			P/EK	2,7x	0,6x	0,6x	0,7x		
Bloomberg Ticker	VIVE SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	1,6x	0,7x	0,4x	0,2x		
Analytiker									Intressekonflikter	
Klas Palin									Yes	No
klas.palin@penser.se									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 i nuläget 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 värdering utgår ifrån en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Med ett avkastningskrav på 20 procent får vi ett värde på 0,9 kr per aktie. Baserat på det har vi satt ett motiverat värde på 0,85-0,90 kr.

Värdering

Vår värderingsansats av Vivesto utgår i från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig över dess patenttid 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. Vi har mot bakgrund av detta plockat bort Apealea i USA, då vi inte får några tydliga signaler om vad som pågår och planeras. För att beräkna värdet av framtida kassaflöden använder vi en WACC på 20 procent. Utifrån våra antaganden får vi ett värde på 0,90 kr, vilket vi tar avstamp ifrån för vårt motiverade värde som sätts till 0,85–0,90 kr (0,90-0,95).

Värdering Sum-of-the-parts							
Projekt	Indikation	Partner	Sannolikhet	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Apealea (US)	Äggstockscancer	Elevar	60%	140	2027	0	0,00
Apealea (EU, ROW)	Äggstockscancer	Inceptua, m.fl.	100%	20	2022	119	0,22
Cantrixil	Äggstockscancer (IP)	Eget	7%	520	2028	55	0,10
Docetaxel micellar	Prostatacancer	Eget	15%	400	2028	168	0,31
Teknologivärde (EV)						342	0,64
Nettokassa						143	0,26
NPV						485	0,90
Antal aktier						538	
NPV per aktie						0,90	

* mkr

Källa: EPB, Bolaget

Nedan visas värderingens känslighet mot förändrat avkastningskrav.

Känslighetsanalys NPV / WACC

16%	18%	20%	22%	24%
1,11	0,99	0,90	0,83	0,76

Källa: EPB

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.

Jämförbara svenska utvecklingsbolag							
(MSEK)	Marknadsvärde	Aktiepris	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklings-fas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
Listade jämförbara Onkologi-bolag							
Active Biotech	260	0,98	42	218	Fas 1-2	2	1
Ascellia	610	17,5	150	461	Fas 3	2	0
Medivir	477	8,55	117	359	Fas 1-2	2	1
Scandion Oncology	90	2,20	115	-26	Fas 2	2	0
Vivesto	199	0,37	143	57	Fas 1-Marknad	3	1
Medel	359			253			
Median	368			288			

Källa:

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 förstäligen, 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. Vi har i nuläget låg visibilitet om vad som pågår och planeras. Tidigare har det nämnts om potentiella avtal som omfattar marknader i Asien. 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 om detta kan komma. Andra viktiga händelser det närmaste året är fullrekrytering av den pågående docetaxel micellar-studien och att data kan levereras under 2024.

Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär en hög risk. Nedan belyser vi några viktiga risker som bör betänkas 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 genom 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. Det kan innebära kraftiga kursreaktion, då stora värden försvinner.

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

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	202	0	26	1	7	13	24
Övriga rörelseintäkter	26	24	35	2	2	3	3
Totala intäkter	228	25	61	3	9	16	27
Kostnad sålda varor	-11	-4	-37	-1	0	0	0
Bruttoresultat	216	21	25	2	9	16	27
Övriga rörelsekostnader	-226	-123	-124	-92	-96	-121	-150
EBITDA	-10	-103	-100	-91	-87	-105	-123
EBITDA, justerad	-10	-103	-100	-91	-87	-105	-123
Avskrivningar	-20	-29	-29	-74	-29	-30	-31
EBITA, justerad	-30	-131	-129	-165	-116	-135	-154
EBIT	-30	-131	-129	-165	-116	-135	-154
EBIT, justerad	-30	-131	-129	-165	-116	-135	-154
Finansnetto	-13	-9	-4	-2	1	-1	-2
Resultat före skatt	-43	-140	-133	-167	-115	-136	-155
Resultat före skatt, justerad	-43	-140	-133	-167	-115	-136	-155
Total skatt	33	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-10	-140	-133	-167	-115	-136	-155
Nettoresultat, justerad	-10	-140	-133	-167	-115	-136	-155
Intäktstillväxt	-	-89%	>100%	-95%	>100%	83%	72%
Bruttomarginal	>100%	>100%	93,7%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,02	-0,31	-0,30	-0,31	-0,21	-0,25	-0,29
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Vivesto, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-30	-131	-129	-165	-116	-135	-154
Övriga kassaflödesposter	20	29	29	74	29	30	31
Förändringar i rörelsekapital	1	-34	-45	10	4	2	3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	-136	-145	-80	-83	-103	-120
Investeringar i anläggningstillgångar	-288	-14	119	-45	-2	-2	-2
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-288	-14	119	-45	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	-297	-151	-26	-125	-85	-105	-121
Nyemission / återköp	380	-4	-6	129	0	94	94
Övriga poster	2	-	-	-	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	382	-4	-6	129	0	94	94
Kassaflöde	85	-155	-32	3	-85	-11	-27
Nettoskuld	-355	-207	-97	-143	-58	-47	-20

Källa: Vivesto, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	443	430	440	372	344	315	287
Materiella anläggningstillgångar	28	18	17	15	14	14	14
Finansiella anläggningstillgångar	2	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	473	447	458	387	358	329	301
Varulager	29	51	10	8	5	2	2
Övriga omsättningstillgångar	68	77	29	8	10	15	17
Likvida medel och kortfristiga placeringar	435	287	97	143	58	47	20
Summa omsättningstillgångar	532	416	136	159	73	64	39
SUMMA TILLGÅNGAR	1 005	864	594	546	431	393	340
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	819	680	550	515	398	356	297
Summa eget kapital	819	680	550	515	398	356	297
Övriga långfristiga skulder	9	7	5	5	6	6	6
Summa långfristiga skulder	9	7	5	5	6	6	6
Kortfristiga räntebärande skulder	80	80	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	97	97	39	25	28	32	37
Summa kortfristiga skulder	177	177	39	25	28	32	37
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 005	864	594	546	431	393	340

Källa: Vivesto, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-89%	>100%	-95%	>100%	83%	72%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	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.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	93,7%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Vivesto, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Vivesto, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	13%	>100%	16%	>100%	57%	13%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	75%	>100%	25%	27%	29%	26%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	>100%	0%	-294%	-146%	-94%	-64%

Källa: Vivesto, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-355	-207	-97	-143	-58	-47	-20
Soliditet	81%	79%	92%	94%	92%	91%	87%
Nettoskuld / EBITDA	35,3x	2,0x	1,0x	1,6x	0,7x	0,4x	0,2x

Källa: Vivesto, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,02	-0,31	-0,30	-0,31	-0,21	-0,25	-0,29
EPS, justerad	-0,02	-0,31	-0,30	-0,31	-0,21	-0,25	-0,29
FCF per aktie	-0,66	-0,34	-0,06	-0,23	-0,16	-0,19	-0,23
Eget kapital per aktie	1,83	1,52	1,23	0,96	0,74	0,66	0,55
Antal aktier vid årets slut, m	448	448	448	538	538	538	538
Antal aktier efter utspädning, snitt	448	448	448	538	538	538	538

Källa: Vivesto, EPB

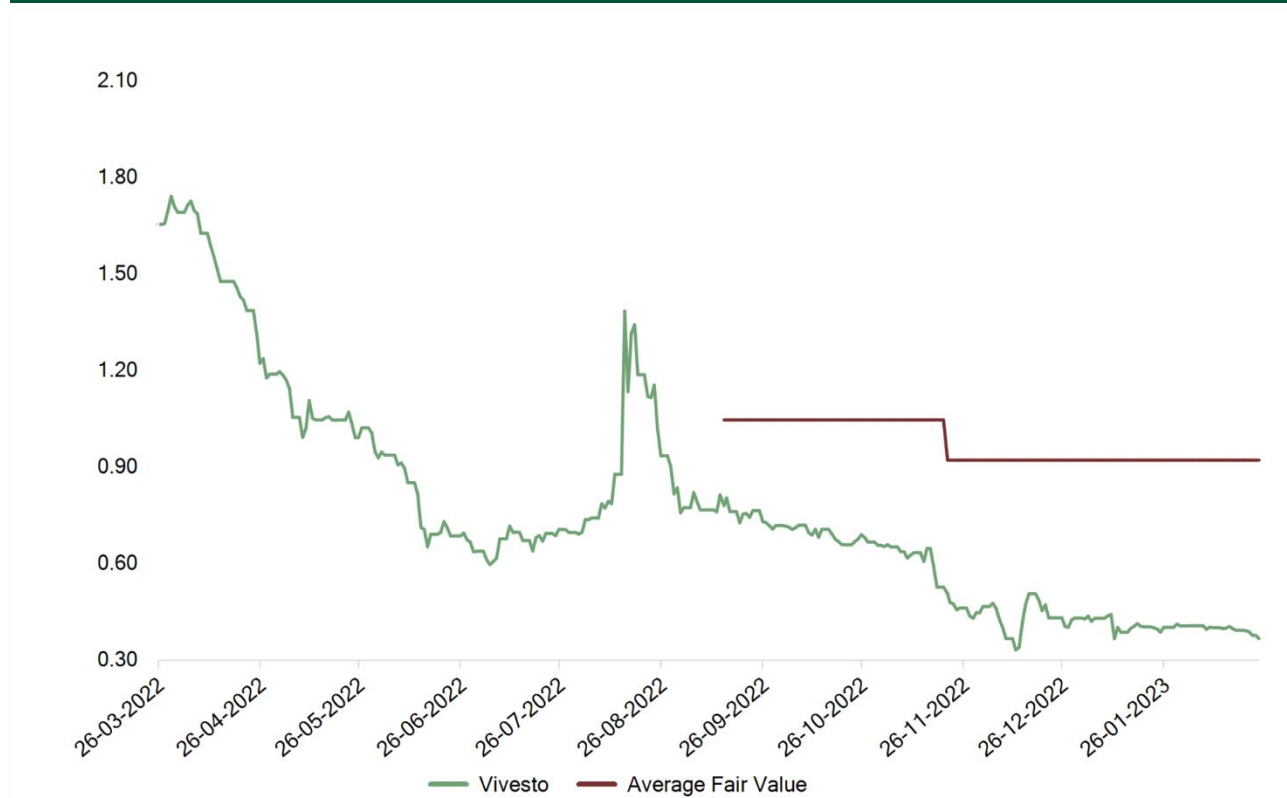
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	5,0x	2,7x	3,4x	2,7x	0,6x	0,6x	0,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	16,5x	67,2x	28,7x	410,8x	10,5x	3,9x	2,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	3 761	1 656	1 757	1 273	91	62	62
Aktiekurs	9,2	4,2	4,1	2,6	0,4	0,4	0,4

Källa: Vivesto, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Vivesto (VIVE 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 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