



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 27 februari 2023

Corline Biomedical

Fortsatt uppmuntrande utveckling

Bra momentum i försäljningen

Corline rapporterade under fredagen ett omsättningsrekord för tredje kvartalet i rad. Försäljningen uppgick till 8,2 mkr och rörelseresultatet till 0,3 mkr, vilket var bättre än våra estimat på båda posterna. För helåret 2022 uppgick försäljningen till 24 mkr, vilket är ett resultat av en ökad aktivitet i nuvarande kundavtal inom CHS-segmentet. Corline är på god väg att uppnå kassaflödespositivitet på verksamhetsnivå och den finansiella strategin är att nyttja intäkterna från medicinteknikkunderna till att bygga resursbasen i organisationen under bibehållen lönsamhet. Kassan i slutet av perioden uppgick till 26 mkr.

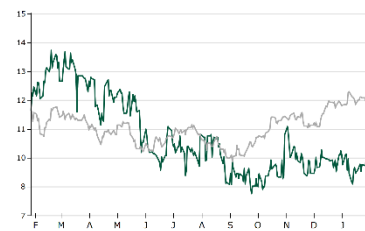
Renaparin på väg in i fas II

Under 2022 pågick förberedelser för att starta i gång en fas II-studie med Corlines kliniska projekt Renaparin. Studien kommer att inkludera totalt 80 patienter som ska genomgå en njurtransplantation, där 40 patienter kommer få Renaparin och 40 kommer få placebo. Det primära effektmåttet i studien kommer att vara njurfunktion (mätt som eGFR) vid tre månader efter transplantationen.

Vårt antagande är att studien kommer att kunna starta under sommaren i år. Vi har modellerat att Corline ingår ett licensavtal för Renaparin i slutet av 2024 och erhåller en (riskjusterad) förskottsbetalning på 30musd. Vi har valt att anta en lansering av Renaparin i USA och Europa 2028 (tidigare 2027).

Aktien handlas fortsatt långt under motiverat värde

Efter rapporten gör vi mindre estimatjusteringar och upprepar vårt motiverade värde om 31–33 kronor per aktie. Den senaste tidens framsteg inom CHS-segmentet har inte prisats in i aktiekursen som fortsatt handlas långt under vårt motiverade värde. Viktiga triggers för aktiekursen blir fortsatt: kvartalsrapporter, framsteg i kundavtal, samt uppdateringar för fas II-studien med Renaparin.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	31 - 33 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	-	Totala intäkter	33	45	188	122	Aktiekurs	10,5 kr												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	-	Tillväxt	93%	34%	>100%	-35%	Riskenivå	High												
EPS, just.	0,0%	0,0%	-	EBITDA, just.	2	-1	139	76	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	2	-1	139	76														
Q1 - rapport	28 april 2023			EPS, just.	0,1	0,0	5,1	2,8														
Q2 - rapport	25 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	-45%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	4,4	4,4	9,5	12,3	<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	22m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	225			EBIT-marginal	9,9%	Neg.	74,1%	62,3%														
Nettoskuld	-26			ROE, just.	2,5%	Neg.	74,1%	25,8%														
EV	199			ROCE, just.	2,5%	Neg.	93,4%	32,5%														
Free float	70%			EV/Sales	5,2x	5,0x	1,2x	1,8x														
Daglig handelsvolym, snitt	16k			EV/EBITDA	72,1x	-	1,6x	2,9x														
Bloomberg Ticker	CLBIO SS EQUITY			EV/EBIT	73,9x	-	1,6x	2,9x														
Analytiker				P/E, just.	85,1x	-	2,0x	3,7x														
Ludvig Svensson				P/EK	2,1x	2,4x	1,1x	0,8x														
ludvig.svensson@penser.se				FCF yield	-	-	58%	35%														
				Nettoskuld/EBITDA	-11,0x	33,2x	-1,1x	-3,1x														

Investment case

Corline har byggt ett bolag baserat på sin unika plattformsteknologi Corline Heparin Surface (CHS). Heparin är en blodförtunnare som använts i klinisk praxis i över 50 år. Genom att ytbelägga objekt med ett egenutvecklat heparinkonjugat har Corline möjlighet att lindra de trombos- och immunreaktioner som kan uppstå när medicinska implantat och organ sätts in i mottagarens kropp. Bolaget har två konkreta ben: medicinteknik och bioteknik.

Medicinteknik – ytbeläggning av medicinska implantat för att förbättra blodkompatibilitet och minska inflammation

Bioteknik – utvecklar Renaparin, ett läkemedel som ska förbättra utfallet vid njurtransplantation

Inom medicinteknik bedriver Corline en partnerstrategi och har hittills knutit avtal med tre olika kunder, med en sammanlagd potential att inom några år generera 135 miljoner kronor i årliga intäkter (60–80% EBIT-marginal). Inom bioteknik har ledande projektet Renaparin visat på goda säkerhetsdata i en fas I-studie, och beräknas av ledningen att under 2023 gå in i en fas II-studie för att för första gången studera effekt.

I vår mening är Corline ett missförstått case. Vi bedömer att aktiemarknaden har svårt att värdera bolaget för att det upplevs som spretigt. I vår värld kan det hjälpa att se bolaget som två separata verksamheter i en: medicinteknik och bioteknik. Inom medicinteknikdelen kan investerare förvänta sig återkommande intäkter om upp till 135 mkr (80–110 mkr EBIT) per år med nuvarande avtal - som samtidigt också signifikant kommer att minska bolagets beroende av att behöva ta in nytt kapital från aktiemarknaden. Corline befinner sig även i diskussioner med fler kunder - vilket kan ge ytterligare uppsida i våra estimat.

Vi ser en signifikant uppsida från dagens värdering endast baserat på medicinteknikdelen av verksamheten. Därtill får investerare Renaparin som en ytterligare värdedrivare i caset. Givet den kostnadseffektiva organisationen och de förväntade intäkterna från avtalen inom medicinteknik bedömer vi att Corline inte är långt ifrån att bli kassaflödespositiva, vilket vi ser som ett intressant läge för investerare att titta närmare på bolaget.

Bolagsprofil

Corline Biomedical arbetar med den kroppsegna substansen heparin och har utvecklat en portfölj med läkemedelskandidater för användning inom medicinteknik och bioteknik. Genom att ytbelägga medicinska implantat och organ med heparin är ambitionen att dessa ska leda till en högre acceptans i kroppen och på så sätt leda till bättre utfall för patienter.

Värdering

Vi använder en sum-of-the-parts-modell (SOTP) vid vår värdering av Corline. Med ett avkastningskrav om 15% landar vi på en värdering om ~720 miljoner kronor, eller 33 kronor per aktie. Vi anser att en SOTP-värdering är att föredra då det tydliggör värdena i bolagets olika verksamhetsområden.

CHS-verksamheten

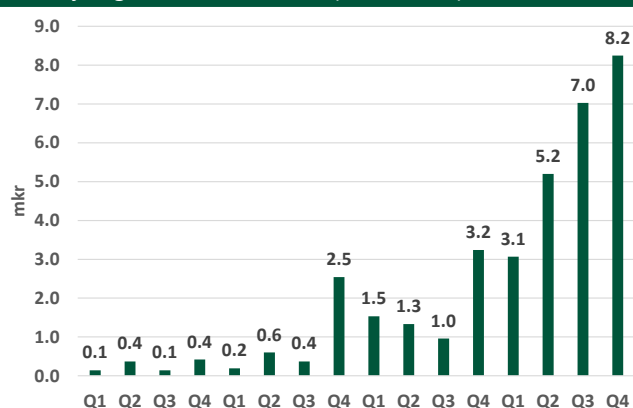
Corline hade under 2022 en mycket fin omsättningsutveckling i sin CHS-verksamhet och växte 233% y/y. Bolaget har som bekant tre kunder inom CHS-verksamheten där samtliga befinner sig i utvecklingsstadium och ännu inte erhållit marknadsgodkännanden. Den fina försäljningsökningen under de senaste kvartalen är drivet av att Corlines kunder har flyttat fram positionerna för sina produkter och därmed varit i behov av större beställningar av CHS-ytbeläggning. Corline kan på grund av sekretesskäl inte guida för när deras kunders produkter potentiellt kan erhålla marknadsgodkännanden, men aktiviteten har som nämnt ökat påtagligt senaste tiden och vi modellerar regulatoriska godkännanden för Kardium och Imperative Care under 2023/2024. Det här kommer enligt våra prognoser att bidra till ett rejält försäljningslyft inom CHS-segmentet.

I februari tecknade Corline dessutom ett utvecklings- och samarbetsavtal med en europeisk leverantör av kärlgrafter för bypassoperationer som används vid kirurgi för patienter med hjärtinfarkt. Som vi har förstått det är samarbetet i ett lite tidigare stadie jämfört med de andra avtalen och ingen försäljningspotential inom ramen för avtalet har kommunicerats. Start av kliniska studier med produkten förväntas dock redan under 2023 och vi bedömer att samarbetet har god chans att utvidgas om tidiga data är lovande.

Positiv feedback från Kardium

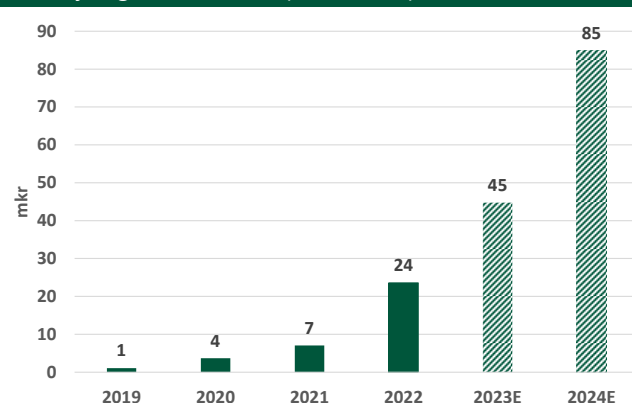
Tidigare i år presenterade en av Corlines namngivna kunder, Kardium, kliniska data för deras ytbelagda Globe-kateter under en medicinsk konferens i Boston. Globe-katetern används för att behandla förmaksflimmer genom att förändra elektriska signaler i sektioner av hjärtat. De data som presenterades visade att ytbeläggning med Corlines heparinkonjugat hade en bättre säkerhetsprofil jämfört med konkurrerande ytbeläggningsteknologier. Dessutom visades ett användarcase från en studie i Tjeckien där man demonstrerade enkelheten och snabbheten för produkten.

Försäljning CHS, kvartalsbasis (2019-2022)



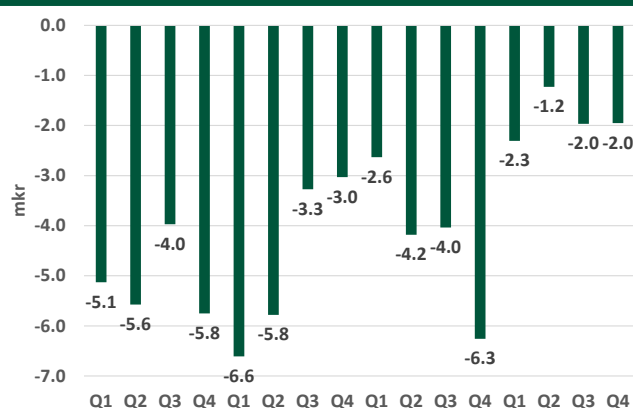
Källa: EPB, Bolaget

Försäljning CHS, årsbasis (2019-2024)



Källa: EPB, Bolaget

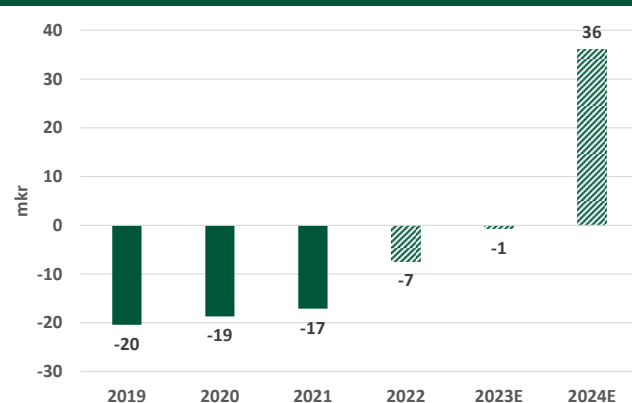
Justerat EBIT CHS*, kvartalsbasis (2019-2022)



Källa: EPB, Bolaget

* Ej inkluderat övriga intäkter samt aktiverat arbete

Justerat EBIT CHS*, kvartalsbasis (2019-2024)



Källa: EPB, Bolaget

*Ej inkluderat övriga intäkter samt aktiverat arbete

Renaparin – strax redo för fas II-studie

Under 2022 pågick förberedelser för att starta en fas II-studie med Corlines kliniska projekt Renaparin. Studien kommer att inkludera totalt 80 patienter som ska genomgå en njurtransplantation, där 40 patienter kommer få Renaparin och 40 kommer få placebo. Det primära effektmåttet i studien kommer att vara njurfunktion (mätt som eGFR) vid tre månader efter transplantationen.

Corline har sedan tidigare erhållit godkännande att starta upp studien i Storbritannien, men efter ett tidigare avslag från EMA, ska man nu inom kort lämna in en ny ansökan. Bolaget bedömer att det här inte påverkat tidslinjen för studien. Vårt antagande är att studien kommer att kunna starta under sommaren.

Vi har modellerat att Corline ingår ett licensavtal för Renaparin i slutet av 2024 och erhåller en (riskjusterad) förskottsbetalning på USD 30 m. Vi har valt att anta en lansering av Renaparin i USA och Europa 2028 (tidigare 2027).

Värdering

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	689	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	13%	14%	15%	16%	17%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	810	760	716	675	638
Enterprise value	689	Small cap premium	6.0%	NPV/share	38	35	33	31	30
Latest net debt	-26	Extra risk premium	1.0%						
Equity value	716	WACC	15.0%						
No. of shares outstanding (millions)	21.5								
Equity value per share (SEK)	33								

Implicit multipl.		Terminal value assumptions	
EV/Sales	5.0	Long term growth rate	nm.
EV/EBITDA	nm.	Long term EBIT margin	nm.
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	nm.
Current Share price	10.5		

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	4	7	24	45	188	122
Övriga rörelseintäkter	11	10	10	0	0	0
Totala intäkter	15	17	33	45	188	122
Bruttoresultat	15	17	33	45	188	122
Övriga rörelsekostnader	-22	-24	-31	-46	-49	-46
EBITDA	-7	-7	2	-1	139	76
EBITDA, justerad	-7	-7	2	-1	139	76
EBITA, justerad	-7	-7	2	-1	139	76
EBIT	-7	-7	2	-1	139	76
EBIT, justerad	-7	-7	2	-1	139	76
Resultat före skatt	-7	-7	2	-1	139	76
Resultat före skatt, justerad	-7	-7	2	-1	139	76
Total skatt	0	0	0	0	-29	-16
Nettoresultat	-7	-7	2	-1	111	61
Nettoresultat, justerad	-7	-7	2	-1	111	61
Intäktsstillväxt	-	14%	93%	34%	>100%	-35%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	74,1%	62,3%
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	-0,03	5,14	2,81
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-45%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-7	-7	2	-1	139	76
Förändringar i rörelsekapital	2	2	-9	3	-6	7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-5	-6	2	134	83
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-9	-10	-9	-3	-4	-4
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-9	-10	-9	-3	-4	-4
Fritt kassaflöde	-14	-15	-15	-1	130	79
Nyemission / återköp	0	47	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	47	0	0	0	0
Kassaflöde	-14	33	-15	-1	130	79
Nettoskuld	-9	-42	-26	-25	-155	-234

Källa: Corline Biomedical, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	47	57	66	69	72	75
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1
Summa anläggningstillgångar	48	57	66	69	73	76
Kundfordringar	1	2	2	2	26	15
Övriga omsättningstillgångar	1	1	8	2	11	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	42	26	25	155	234
Summa omsättningstillgångar	11	45	36	29	193	255
SUMMA TILLGÅNGAR	58	102	102	98	265	331
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	52	92	95	94	204	265
Summa eget kapital	52	92	95	94	204	265
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	29	44
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	29	44
Leverantörsskulder	1	2	4	2	19	12
Övriga kortfristiga skulder	5	7	3	2	13	10
Summa kortfristiga skulder	6	9	7	4	32	22
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	58	102	102	98	265	331

Källa: Corline Biomedical, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	14%	93%	34%	>100%	-35%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-45%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-45%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-45%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	10,1%	Neg.	74,1%	62,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	10,1%	Neg.	74,1%	62,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	74,1%	62,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	74,1%	62,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	Neg.	58,8%	49,4%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	2%	Neg.	74%	26%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	2%	Neg.	93%	32%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	Neg.	>100%	>100%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	6%	13%	5%	5%	14%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	39%	23%	9%	66%	48%
Rörelsekapital / totala intäkter	-30%	-36%	8%	-	3%	-1%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-9	-42	-26	-25	-155	-234
Soliditet	89%	91%	93%	96%	77%	80%
Nettoskuld / EBITDA	1,2x	5,9x	-11,0x	33,2x	-1,1x	-3,1x

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,40	-0,33	0,11	-0,03	5,14	2,81
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	-0,03	5,14	2,81
FCF per aktie	-0,76	-0,68	-0,72	-0,06	6,05	3,68
Eget kapital per aktie	2,86	4,29	4,40	4,37	9,51	12,3
Antal aktier vid årets slut, m	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5

Källa: Corline Biomedical, EPB

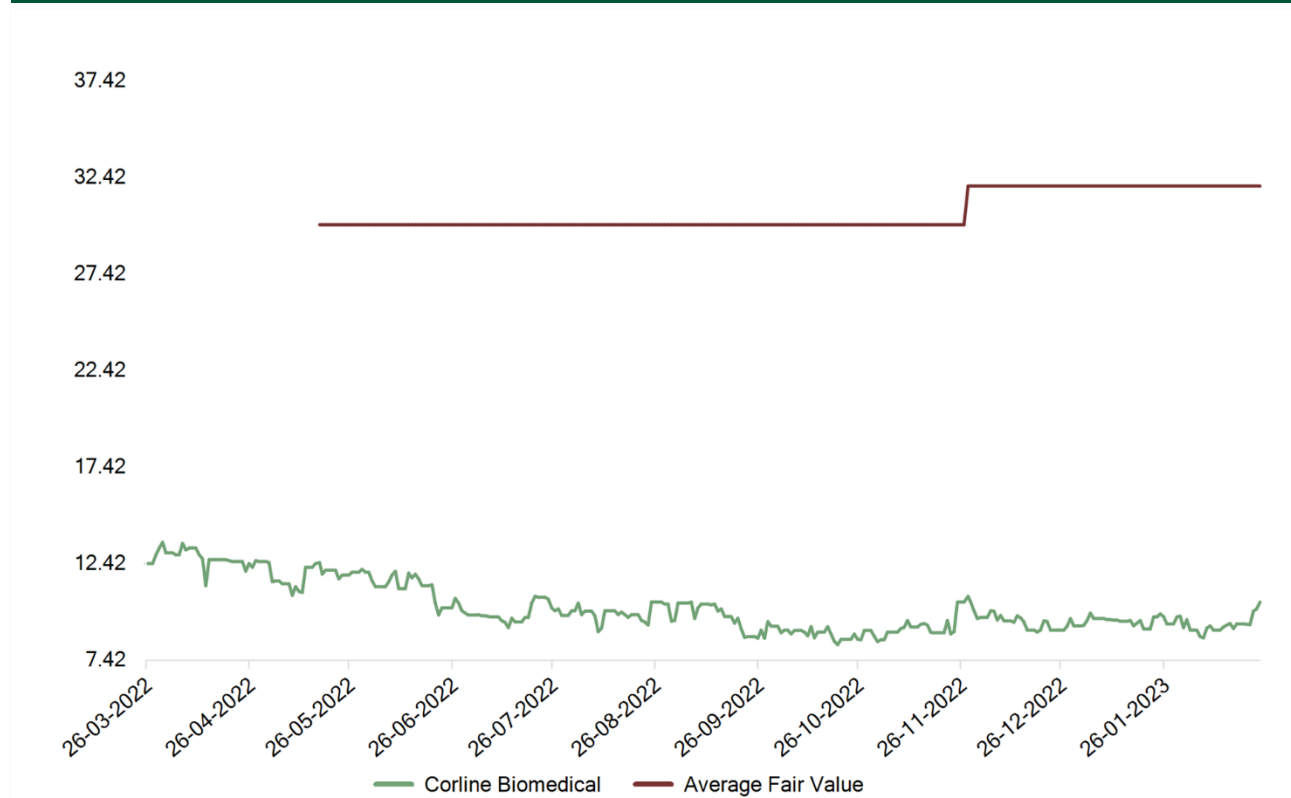
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	85,1x	Neg.	2,0x	3,7x
P/EK	5,1x	3,4x	2,1x	2,4x	1,1x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,7x	2,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58%	35%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	16,9x	15,8x	5,2x	5,0x	1,2x	1,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	72,1x	Neg.	1,6x	2,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	73,9x	Neg.	1,6x	2,9x
EV	256	272	172	225	225	225
Aktiekurs	14,5	14,6	9,2	10,5	10,5	10,5

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Corline Biomedical (CLBIO 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