



## ERIK PENSER BANK

Penser Future | Hälsovårdstjänster | Sverige | 28 februari 2023

# SensoDetect

## Fortsatt svagt resultat men nya affärsområden ger ljusglimt

### Q4 i korthet

Bolaget publicerade under föregående vecka sin bokslutskommuniké. Nettoomsättningen under det fjärde kvartalet 2022 uppgick till 8 tkr (0) och rörelseresultatet blev -2,7 mkr (-2,4). Likvida medel vid periodens slut uppgick till 1,2 mkr och de räntebärande skulderna till 0,5 mkr.

### Utmanande försäljningsstart

Vi räknar fortsatt med att ett godkännande från de kinesiska myndigheterna kan erhållas tidigast under Q3'2023. Samarbetet med bolagets distributör Arabian Trade House (ATH) i MENA-regionen fortlöper. I VD-ordet skriver bolaget att de nått framgångar med introduktionen av hörseltest under det nylanserade affärsområdet SensoDetect Health. Med hjälp av ATH har samtal inletts med det mest betydelsefulla sjukhuset i Saudiarabien, vilket kan öppna upp möjligheter för bolaget i hela MENA-regionen inom flera affärsområden. Däremot ser vi att försäljningen i Norden fortfarande inte tagit fart, likaså i Sydamerika. Bolaget uppger att fler offentliga verksamheter och privata aktörer i både Sverige och Danmark har fått möjlighet att utvärdera SensoDetects tjänster och att responsen varit övervägande positiv. Detta har lett till inledande kontraktsförhandlingar.

### Justering av estimat

Med utgångspunkt i vår argumentation ovan justerar vi våra estimat ytterligare för den nordiska samt sydamerikanska marknaderna. Trots en långsam start när det gäller försäljning ser vi fortsatt ingen anledning att ändra vår syn på bolagets potential och behåller vår rating i samtliga kategorier. Det är upp till bevis vad bolaget kan åstadkomma under 2023.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning					
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e						
Totala intäkter	-7,8%	-11,9%	-	Totala intäkter	1	3	7	9	Potential	<div style="width: 30%;"><b>3</b></div>			
EBITDA, just.	32,7%	-7,6%	-	Tillväxt	-61%	>100%	>100%	30%	Risk	<div style="width: 50%;"><b>5</b></div>			
EPS, just.	-17,0%	-174,9%	-	EBITDA, just.	-6	-1	2	5	Finansiell ställning	<div style="width: 10%;"><b>1</b></div>			
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-8	-3	0	3	Historik & meriter	<div style="width: 10%;"><b>1</b></div>			
Q1 - rapport		25 maj 2023		EPS, just.	-0,1	0,0	0,0	0,0	Aktiekurs	0,4 kr			
Q2 - rapport		28 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	<b>Kursutveckling 12 mån</b>				
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	0,1	0,0	0,0	0,0					
Antal aktier		103m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0					
Börsvärde		52		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	30,0%					
Nettoskuld		(1)		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	69,3%					
EV		51		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	77,4%					
Free float		93%		EV/Sales	-	16,5x	7,5x	5,8x					
Daglig handelsvolym, snitt		-									<b>Intressekonflikter</b>		
Bloomberg Ticker		SDET SS EQUITY											
<b>Analytiker</b>													
Maria Karlsson Osipova											Yes	No	
maria.karlssonosipova@penser.se											Likviditetsgarant	✓	
											Certified adviser		✓
											Transaktioner 12m		✓

## Investment case

Antalet diagnoser för ADHD ökar kraftigt i världen vilket skapar ett allt större behov av både utredning och behandling inom vården. Den generella prevalensen av ADHD bland endast barn är ca 7% globalt vilket motsvarar ca 129 miljoner individer (CHADD). I nuläget kan det ta upp till sex år för en person i Sverige att få adekvat behandling för ADHD, från det att personens symtom uppmärksammas. I första hand är det barn som diagnostiseras med ADHD, och många lever en stor del av sin barndom utan att få tillräckligt stöd. Eftersom offentlig vård inte kan tillgodose det ökande vårdbehovet har det skapats en situation där privata aktörer har tagit sig in i området och vissa av dessa bolag växer snabbt och med god lönsamhet.

SensoDetect har utvecklat en teknik som genom att mäta hjärnstammens respons på ljudstimuli kan avgöra om en person har ADHD eller ej. Den kan också mäta vad effekten av den valda medicineringen för ADHD är för just den personen. Mätmetoden ger tidsbesparingar i både diagnostisering och behandling och till skillnad mot sedvanlig diagnostisering av ADHD är den helt objektiv, enligt bolaget själva.

Trots att SensoDetect sedan länge har hävdats att metoden fungerar så har bolaget inte lyckats nå kommersiell framgång. SensoDetect har i många år gått med förlust, marknads lanseringar har skjutits upp eller misslyckats, flera VD-byten har skett och bolaget har tvingats förlita sig på nyemissioner för att driva verksamheten vidare.

De senaste åren har dock SensoDetect lyckats hitta en väg framåt. Affärsmodellen har ändrats till att kunder betalar per mätning i stället för att köpa mätutrustningen. Samtidigt har kostnaden för att producera utrustningen minskat avsevärt. Parallellt har en ny mjukvara utvecklats, vilket innebär att mätningar kan genomföras var som helst samt analyseras och ge ett resultat nästan omedelbart. Den hittills viktigaste milstolpen uppnådde SensoDetect i december 2020, då ett avtal tecknades med en kinesisk distributör till ett värde om 100 mkr i intäkter över 15 år och innebär omedelbar försäljningsstart när teknologin har blivit godkänd i landet. SensoDetect räknar med att få ett godkännande i Kina under 2023.

## Justering av estimat

Efter utgången av det tredje kvartalet 2022 justerade vi våra estimat avsevärt och räknade med att godkännande i Kina inte skulle kunna erhållas innan året var slut. Ansökningsprocessen för godkännande i Kina pågår fortfarande, där bolagets distributör först måste gå igenom dokumentationen. Nu räknar bolaget med att få ett godkännande under Q3'2023.

I Norden låg våra prognoser på betydligt högre nivåer både för 2022 och framåt. Lanseringen har inte gått enligt våra förväntningar och trots positiv respons har bolaget haft få betalande kunder under året. När det gäller Sydamerika fortskrider samarbetet med bolagets distributörer i Bolivia, även om aktiviteten här inte heller varit så hög som vi förväntat oss. Vi justerar därmed ned våra försäljningsprognoser för den sydamerikanska marknaden med i snitt 44% över 2023–2025. Vi behåller våra prognoser för MENA-regionen och Kina. Det är dock värt att poängtera att vi känner en fortsatt hög osäkerhet kring våra prognoser då försäljningen ännu är begränsad. Dessutom är vår insyn i godkännandeprocessen knapphändig.

<b>Gamla estimat</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Egna kliniker	0,7 mkr	1,5 mkr	2,5 mkr
Kina (Encheng)	2,4 mkr	5,4 mkr	6,7 mkr
Saudiarabien & Dubai (ATH)	0,1 mkr	0,4 mkr	0,8 mkr
Sydamerika (ICYS)	0,0 mkr	0,3 mkr	0,3 mkr
<b>Summa</b>	<b>3,3 mkr</b>	<b>7,5 mkr</b>	<b>10,3 mkr</b>
<b>Nya estimat</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Egna kliniker	0,5 mkr	0,7 mkr	1,0 mkr
Kina (Encheng)	2,4 mkr	5,4 mkr	6,7 mkr
Saudiarabien & Dubai (ATH)	0,1 mkr	0,4 mkr	0,8 mkr
Sydamerika (ICYS)	0,0 mkr	0,1 mkr	0,1 mkr
<b>Summa</b>	<b>3,0 mkr</b>	<b>6,6 mkr</b>	<b>8,6 mkr</b>
<b>Förändring</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Egna kliniker	-33%	-50%	-60%
Kina (Encheng)	0%	0%	0%
Saudiarabien & Dubai (ATH)	0%	0%	0%
Sydamerika (ICYS)	-33%	-50%	-50%

Källa: EPB

## Nya affärsområden

Bolaget meddelade i sin senaste rapport att de utökat sitt kunderbjudande. Numer har bolaget totalt fyra affärsområden vilka presenteras nedan:

- **SensoDetect Diagnostics**, avser diagnostiskt stöd till läkare vid diagnostisering av ADHD, schizofreni och autism
- **SensoDetect Medical**, avser mätningar av ett läkemedels verkan på CNS
- **SensoDetect Health**, avser hörseltest med hjälp av ABR-teknik
- **SensoDetect Research**, avser ett forskningsinstrument för att förbättra läkemedel (under utveckling)

All vår prognostiserade försäljning kommer från våra antaganden för affärsområdet Diagnostics. Vi ser helst att bolaget lyckas validera sitt huvudspår innan vi känner oss konfidenta nog att modellera försäljning för de övriga affärsområdena.

## Studien publicerad i vetenskaplig tidskrift

Bolaget nämner i sin rapport att en studie publicerades i *Applied Neuropsychology:Child*-tidskriften under det fjärde kvartalet. Denna studie inkluderade 32 läkemedelsnaiva patienter med ADHD (19 män och 13 kvinnor) och 35 friska frivilliga (15 män och 20 kvinnor). Alla patienter med ADHD hade tidigare diagnostiserats enligt DSM-5 och en överläkare inom barn- och ungdomspsykiatri bekräftade alla diagnoser.

Forskarna bakom studien kommer från Lunds universitet och de har under studiens gång använt SensoDetect BERA A1000. I studien såg man att thalamus verkar spela en aktiv roll i regleringen av aktivitetsnivån vid ADHD. Andra slutsatser innefattar även forskarnas rekommendation att undersöka om medicinering skulle minska ABR-skillnaderna mellan grupperna ADHD och den friska kontrollgruppen och, i så fall, vilken av medicinerna på marknaden som skulle fungera bäst för varje individ. Fler och helst longitudinella studier behövs för att underbygga studiens resultat ytterligare, enligt forskarnas slutsats.

Vi ser positivt på att intresset från akademien är starkt samt att utrustningen används och resultat av dessa publiceras i tidskrifter med IF (*impact factor*) >1,4.

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	0	0	0	0	0	3	7	9
Övriga rörelseintäkter	0	3	2	3	1	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	0	3	2	3	1	3	7	9
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	-1	-1
<b>Bruttoresultat</b>	0	3	2	3	1	3	6	8
Administrationskostnader	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-1
R&D-kostnader	0	-1	-2	-3	-1	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-8	-7	-3	-4	-5	-2	-3	-2
<b>EBITDA</b>	-8	-5	-4	-6	-6	-1	2	5
<b>EBITDA, justerad</b>	-8	-5	-4	-6	-6	-1	2	5
<b>EBITA, justerad</b>	-8	-5	-4	-6	-6	-1	2	5
Amortering	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
<b>EBIT</b>	-9	-6	-6	-8	-8	-3	0	3
<b>EBIT, justerad</b>	-9	-6	-6	-8	-8	-3	0	3
<b>Resultat före skatt</b>	-9	-6	-6	-8	-9	-3	0	3
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-9	-6	-6	-8	-9	-3	0	3
Total skatt	0	0	0	0	0	0	0	-1
<b>Nettoresultat</b>	-9	-6	-6	-8	-9	-3	0	2
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-9	-6	-6	-8	-9	-3	0	2
Intäktstillväxt	-	>100%	-35%	27%	-61%	>100%	>100%	30%
Bruttomarginal	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	91,0%	90,8%	91,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,0%
EPS, justerad	-0,30	-0,11	-0,08	-0,09	-0,08	-0,03	0,00	0,02
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: SensoDetect, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	-6	-6	-8	-8	-3	0	3
Övriga kassaflödesposter	1	1	2	2	2	2	2	1
Förändringar i rörelsekapital	0	0	1	7	0	-2	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-8	-6	-3	1	-6	-2	2	4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-3	-2	-3	-1	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-1	-3	-2	-3	-1	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	-9	-9	-6	-1	-7	-2	2	4
Nyemission / återköp	8	14	0	4	6	0	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	7	13	0	4	6	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	-2	4	-6	2	-1	-2	2	4
<b>Nettoskuld</b>	0	-5	2	-2	-1	2	0	-5

Källa: SensoDetect, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	4	7	7	7	6	4	2	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	10	0	1	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
Övriga omsättningstillgångar	1	1	1	1	1	1	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	2	6	0	2	1	-1	1	5
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	1	9	12	8	6	2	2	4
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
Långfristiga räntebärande skulder	2	1	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	0	0	2	1	1	0	1	1
Övriga kortfristiga skulder	4	4	1	0	1	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>

Källa: SensoDetect, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	>100%	-35%	27%	-61%	>100%	>100%	30%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	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.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	91,0%	90,8%	91,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,1%	53,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,1%	53,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,9%

Källa: SensoDetect, EPB

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	69%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	77%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: SensoDetect, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	-	-	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	47%	44%	70%	24%	35%	28%	28%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1012%	-91%	-96%	-32%	-149%	0%	-7%	-7%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,3x	0,2x	0,3x	0,2x	1,1x	2,8x	2,0x

Källa: SensoDetect, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-5	2	-2	-1	2	0	-5
Soliditet	19%	67%	71%	80%	69%	67%	57%	71%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,6x	0,2x	-0,2x	-0,1x	0,8x	-0,2x	-1,2x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	1,1x	-0,5x	0,3x	0,1x	-2,2x	-0,2x	-1,0x

Källa: SensoDetect, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,30	-0,11	-0,08	-0,09	-0,08	-0,03	0,00	0,02
EPS, justerad	-0,30	-0,11	-0,08	-0,09	-0,08	-0,03	0,00	0,02
FCF per aktie	-0,29	-0,15	-0,07	-0,01	-0,07	-0,02	0,02	0,04
Eget kapital per aktie	0,04	0,15	0,15	0,10	0,06	0,02	0,02	0,04
Antal aktier vid årets slut, m	31,0	59,7	82,6	86,0	103	103	103	103
Antal aktier efter utspädning, snitt	31,0	59,7	82,6	86,0	103	103	103	103

Källa: SensoDetect, EPB

## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.
P/EK	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.	N.m.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	16,5x	7,5x	5,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	98,5x	36,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	66,2x
EV	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	52	52	52
Aktiekurs	1,24	0,43	1,22	0,61	0,37	0,43	0,43	0,43

Källa: SensoDetect, EPB

## 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.

### Estimat och risk

Penser Future-analys innehåller ingen rikt Kurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

### 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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

---

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)