



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 21 april 2023

Hansa Biopharma

Ljusning i horisonten

Q1 - något svagare finansiellt

Hansa levererade under torsdagen sin Q1-rapport. Finansiellt kom rapporten in något under våra förväntningar. Omsättningen landade på 24 mkr (EPB est: 28 mkr), varav produktförsäljningen av Idefirix stod för 14 mkr. Rörelseresultatet (EBIT) kom in på -182 mkr (EPB est: -153 mkr). Den högre förlusten än förväntat var primärt drivet av ökade rörelsekostnader under kvartalet.

Allt enligt plan i pipeline

Glädjeämnet i rapporten var i stället uppdateringen kring pipelinen, där vi får veta att 62 av 64 patienter rekryterats till fas III-studien med imlifidase i USA. Randomiseringen förväntas vara klar under H2 2023 och vi räknar därmed med att tidslinjen för studien är intakt. Dessutom meddelar bolaget att deras första kandidat i NiceR-programmet, HNSA-5487, har doserats till de första patienterna inom ramen för en fas I-studie.

Ljusning i horisonten

Bolaget meddelar att de förväntar sig en betydande försäljningsökning för Idefirix i Europa under andra halvan av 2023. De två primära drivarna bakom dessa förväntningar är 1) gynnsamma förändringar i Eurotransplants allokeringsystem och 2) positiva kostnadsersättningsbesked. Vår uppfattning är att Hansa hela tiden varit tydliga med att försäljningen kommer att vara låg under de första åren och att bolaget nu är något aggressivare i sin kommunikation tycker vi låter lovande.

Efter rapporten genomför vi vissa estimatjusteringar, framför allt på kostnadssidan. Vårt motiverade värde är fortsatt 210–220 kronor per aktie. Andra halvan av 2023 förväntas bjuda på flertalet triggers för aktiekursen, där den viktigaste i vår mening är data från fas II-studien i patienter med GBS.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	210 - 220 kr
Totala intäkter	-2,4%	-0,7%	-0,7%	155	198	358	911	Aktiekurs	45,7 kr
EBIT, just.	-1,5%	7,5%	33,1%	>100%	28%	81%	>100%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-	-	-	-573	-666	-588	-301	Kursutveckling 12 mån 	
				-573	-666	-588	-301		
Kommande händelser				EBITDA, just.	-573	-666	-588		
Q2 - rapport		20 juli 2023		EBIT, just.	-573	-666	-588		
Q3 - rapport		18 oktober 2023		EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0		
Antal aktier		52m		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.		
Börsvärde		2 395		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Nettoskuld		-475		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV		1 920		Nettoskuld/EBITDA	1,2x	0,7x	1,1x		
Free float		84%							
Daglig handelsvolym, snitt		220k							
Bloomberg Ticker		HNSA SS EQUITY							
Analytiker									
Ludvig Svensson									
ludvig.svensson@penser.se									
								Intressekonflikter	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

Investment case

Hansas ledande kandidat imlifidase (kommersiellt namn Idefirix) verkar genom att klyva mänskliga IgG-antikroppar till icke-detekterbara nivåer inom några timmar. IgG är den mest prevalenta av människans fem antikroppstyper och den primära drivaren bakom autoimmuna reaktioner, där kroppen angriper sin egen vävnad. Genom sin verkningsmekanism har imlifidase därför terapeutisk potential inom sjukdomar och behandlingshinder som orsakas av en oönskad aktivering av immunförsvaret.

Under 2020 erhöll Idefirix villkorat godkännande i Europa som förbehandling till högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation. Samtidigt pågår studier inom ett brett spektrum av olika indikationer orsakade av patogena IgG-antikroppar. Vi estimerar att Idefirix vid en framgångsrik indikationsbreddning kommer att bli en blockbusterprodukt med en årlig försäljningspotential om +1 mdr USD. Det verkliga investeringscasen i Hansa ligger i plattformen och den terapeutiska potentialen i flertalet indikationer. Just denna plattform är något vi ser kan locka potentiella köpare av bolaget. Under 2020 köpte J&J upp plattformsbolaget Momenta Pharmaceuticals i en affär på USD 6,5 mdr. Momentas ledande kandidat, nipocalimab, är en antikropp med bred potential inom autoimmuna indikationer. Vi ser likheter mellan Momenta och Hansa just när det kommer till plattformen och de omfattande applikationsområdena för bolagens terapier.

Hansa är ett av få bolag i Norden genom vilket investerare kan få exponering mot det snabbväxande genterapiområdet. Under 2020 signerade bolaget ett avtal med Sarepta Therapeutics, en ledande spelare inom genterapier riktade mot muskelsjukdomar, för att undersöka möjligheten att använda imlifidase som förbehandling i patienter med neutraliserande antikroppar som försvårar genterapin. Vi vet att Hansa är i diskussioner med ytterligare bolag, och vi ser att fler avtal med ledande spelare inom fältet kommer stärka valideringen av konceptet imlifidase som förbehandling till genterapi. Vår bedömning är att imlifidase sticker ut som en av de metoder som är mest lovande för att adressera problematiken med neutraliserande antikroppar – speciellt ur ett kommersiellt perspektiv.

Patienter där imlifidase har bäst förutsättningar att skapa en positiv erfarenhet kommer att prioriteras initialt – vilket vi menar kommer vara långsiktigt gynnsamt för att nå kommersiell framgång. De nedtonade förväntningarna på lanseringen, i kombination med den breda nedgång vi sett generellt inom biotech, har enligt vår bedömning varit bidragande orsaker till de senaste årens kursnedgång.

Bolagsprofil

Hansa är ett svenskt biopharmabolag i kommersiellt skede som utvecklat en unik plattform fokuserad på en immunmodulerande enzymteknologi. Hansa sticker ut som ett av få svenska noterade forskningsbolag som tagit sin produkt hela vägen från preklinisk forskning till att erhålla marknadsgodkännande och lansera ett färdigt läkemedel. Bolagets främsta läkemedelskandidat, imlifidase (kommersiellt namn Idefirix), är ett enzym som klyver antikroppar av typen IgG. Idefirix erhöll under 2020 ett villkorat godkännande i Europa som förbehandling av högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation.

Värdering

I vår värdering av Hansa tillämpar vi en risk-justerad kassaflödesvärdering, där vi diskonterar framtida kassaflöden med en WACC om 13%. Alla intäkter och kostnader är justerade för den bedömda sannolikheten att dessa inträffar. Vi värderar Hansa som ett biopharmabolag, där vi ser att den breda plattformen kommer möjliggöra långsiktig tillväxt för bolaget. Vårt motiverade värde för Hansa är 210–220 kronor per aktie.

Rapportkommentar

Hansa levererade under torsdagen sin Q1-rapport. Finansiellt kom rapporten in något under våra förväntningar. Omsättningen landade på 24 mkr (EPB est: 28 mkr), varav produktförsäljningen av Idefirix stod för 14 mkr. Rörelseresultatet (EBIT) kom in på -182 mkr (EPB est: -153). Den högre förlusten än förväntat var primärt drivet av ökade rörelsekostnader under kvartalet.

Q1 2023 - estimat och utfall

	Q1 23A	Q1 23E	Δ%
Nettoomsättning	24	28	-14%
Kostnad sålda varor	-10	-8	
Bruttoresultat	15	20	-27%
OPEX	-197	-173	
Rörelseresultat (EBIT)	-182	-153	-16%
Finansnetto	-23	-7	
Resultat före skatt (EBT)	-205	-160	-22%
Skatt	0	0	
Periodens resultat	-205	-160	-22%
Tillväxt Q/Q	-20%	-8%	nm.
Bruttomarginal	60%	71%	nm.
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.

Källa: Bolaget, EPB

I en intervju med bolaget får vi veta att de har börjat se återkommande försäljning vid vissa klinker i Europa. Det här indikerar enligt oss att dessa kliniker haft en god erfarenhet av läkemedlet hos de första behandlade patienterna. Vi får också veta att bolaget förväntar sig en betydande försäljningsökning under andra halvan av 2023. Vår uppfattning är att Hansa hela tiden varit tydliga med att försäljningen kommer att vara låg under de första åren och att bolaget nu är något aggressivare i sin kommunikation tycker vi låter lovande. Det finns två primära drivare till den förväntade positiva försäljningsutvecklingen:

- 1) **Eurotransplants allokeringsystem förändras.** Under sommaren kommer allokeringsystemet att genomgå förändringar som innebär att högsensitiserade patienter kommer att tilldelas en större mängd av tillgängliga organ. Det här är något som sannolikt kommer påverka försäljningen av Idefirix positivt eftersom det är denna patientpopulation som utgör målgruppen för läkemedlet. Det är bristen på tillgängliga organ som idag begränsar hur många transplantationer som kan genomföras.
- 2) **Positiva kostnadsersättningsbesked.** Som bekant har Hansa under de senaste månaderna erhållit flertalet positiva besked gällande kostnadsersättning för Idefirix. Att erhålla kostnadsersättning bedömer vi som ett absolut måste för att försäljningen ska kunna ta fart, speciellt i fallet Idefirix som är en dyr behandling. Det är inte ovanligt att det tar lite tid till dess att försäljningen kickar igång (speciellt i Europa) och vi bedömer därför att vi kan se en betydande ökning i H2 2023.

Allt enligt plan i pipeline

Glädjeämnet i rapporten var uppdateringen kring pipeline. Vi får bland annat veta att 62 av 64 patienter rekryterats till fas III-studien med imlifidase i USA. Det är dock viktigt att i denna studie skilja på antalet "rekryterade patienter" och "randomiserade patienter". De rekryterade patienterna ska ses som en existerande pool som medgivit att de vill vara med i studien och en patient randomiseras sedan till någon av studiearmarna först när ett organ blir tillgängligt. Hansa räknar med att randomiseringen kan bli klar under andra halvan av 2023, vilket innebär att tidslinjen för studien är intakt sett till våra förväntningar (lansering H2 2025/H1 2026).

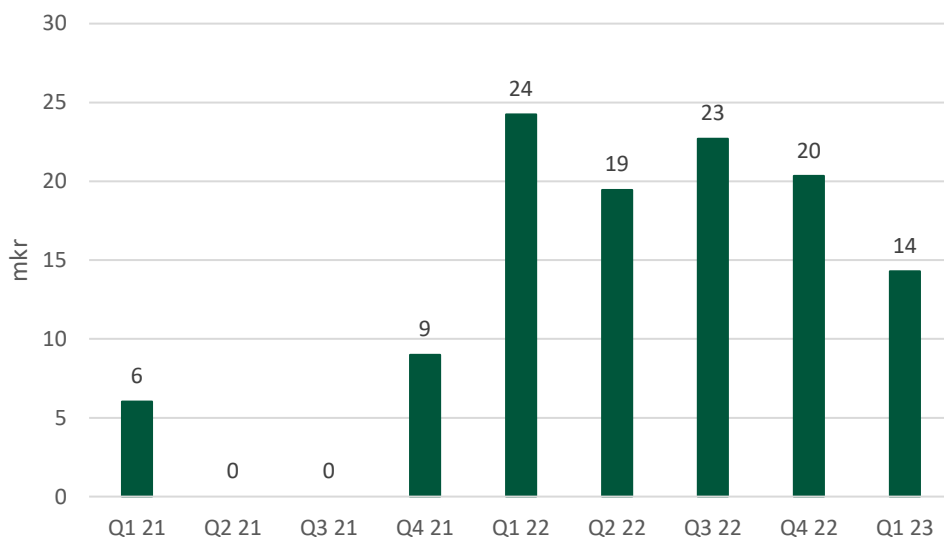
Dessutom meddelar bolaget att deras första kandidat i NiceR-programmet, HNSA-5487, har doserats till de första patienterna inom ramen för en fas I-studie. HNSA-5487 är "nästa generationens" IgG-klyvande enzym som möjliggör för en upprepad behandling på grund av en (förväntad) lägre immunogenicitet. Vi förväntar oss att få ta del av första data från denna studie under första halvan av 2024.

Förväntade aktietriggers under 2023

Händelse	Tidpunkt	Kurspåverkan
Njurtransplantation fas III-studie i USA: Slutförd rekrytering	H1 2023	Låg
Anti-GBM fas III-studie: Första patient rekryterad	H1 2023	Låg
Njurtransplantation: 5-årig uppföljningsdata	H2 2023	Låg
AMR fas II-studie: Presentation av fördjupad data	H2 2023	Medel
GBS fas II-studie: Presentation av första data	H2 2023	Hög
Njurtransplantation fas III-studie i USA: Slutförd randomisering	H2 2023	Låg
Sarepta DMD: Initiering av klinisk studie	2023	Medel

Källa: Bolaget, EPB

Produktförsäljning Idefirix, kvartalsbasis



Källa: Bolaget, EPB

Kvartalsestimat

	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2023E
Nettoomsättning	24	36	58	79	197
Kostnad sålda varor	-10	-12	-13	-17	-52
Bruttoresultat	15	24	45	62	146
Försäljnings- och administrationskostnader	-103	-99	-101	-104	-407
Forsknings- och utvecklingskostnader	-93	-92	-99	-102	-386
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	-6	-8	-20
Rörelseresultat (EBIT)	-182	-172	-161	-152	-666
Finansnetto	-23	-8	-9	-10	-50
Resultat före skatt (EBT)	-205	-180	-170	-162	-716
Skatt	0	0	0	0	-1
Periodens resultat	-205	-180	-170	-162	-717
Tillväxt Q/Q	-20%	49%	61%	36%	nm.
Bruttomarginal	60%	67%	78%	78%	74%
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.	nm.	nm.

Källa: EPB

DCF

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	3365
PV of terminal value (perpetuity formula)	7665
Enterprise value	11031
Latest net debt	-425
Minority interests & other	0
Equity value	11456
No. of shares outstanding (millions)	52.4
Equity value per share (SEK)	218

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	2%
Extra risk premium	3%
WACC	13.0%

Sensitivity analysis

WACC	11%	12%	13%	14%	15%
NPV	15487	13249	11456	9993	8782
NPV/share	295	253	218	191	167

Implicit multipl.

2023e

EV/Sales	9.6
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	45.7

Terminal value assumptions

Long term growth rate	2%
Long term EBIT margin	48%
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	21%

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	34	155	198	358	911
Totala intäkter	34	155	198	358	911
Kostnad sålda varor	-15	-38	-51	-72	-146
Bruttoresultat	18	116	146	287	765
R&D-kostnader	-231	-340	-385	-412	-519
Övriga rörelsekostnader	-335	-349	-427	-462	-547
EBITDA	-547	-573	-666	-588	-301
EBITDA, justerad	-547	-573	-666	-588	-301
EBITA, justerad	-547	-573	-666	-588	-301
EBIT	-547	-573	-666	-588	-301
EBIT, justerad	-547	-573	-666	-588	-301
Finansnetto	-1	-21	-49	-54	-55
Resultat före skatt	-548	-595	-716	-641	-355
Resultat före skatt, justerad	-548	-595	-716	-641	-355
Total skatt	0	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	-548	-595	-717	-643	-357
Nettoresultat, justerad	-548	-595	-717	-643	-357
Intäkstillväxt	-	>100%	28%	81%	>100%
Bruttomarginal	54,5%	75,1%	74,0%	80,0%	84,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-547	-573	-666	-588	-301
Övriga kassaflödesposter	64	87	14	10	9
Förändringar i rörelsekapital	3	18	38	-3	-53
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-480	-468	-614	-581	-345
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	-3	-3	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-4
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	233	233	233	233
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-2	229	227	226	224
Fritt kassaflöde	-482	-238	-387	-355	-121
Nyemission / återköp	0	398	500	800	0
Förändring av skulder	0	721	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	1 119	500	800	0
Kassaflöde	-482	881	113	445	-121
Nettoskuld	-798	-669	-496	-635	-239

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR					
Övriga immateriella tillgångar	29	47	46	45	46
Materiella anläggningstillgångar	6	8	10	12	15
Övriga anläggningstillgångar	35	28	30	32	35
Summa anläggningstillgångar	70	83	85	90	97
Varulager	0	1	10	18	46
Kundfordringar	10	43	24	36	73
Övriga omsättningstillgångar	43	65	59	72	91
Likvida medel och kortfristiga placeringar	889	1 496	1 610	2 054	1 933
Summa omsättningstillgångar	942	1 605	1 702	2 179	2 142
SUMMA TILLGÅNGAR	1 013	1 687	1 788	2 269	2 239
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	758	606	389	546	190
Summa eget kapital	758	606	389	546	190
Långfristiga räntebärande skulder	84	820	1 107	1 412	1 686
Summa långfristiga skulder	84	820	1 107	1 412	1 686
Leverantörsskulder	67	81	109	125	137
Kortfristiga leasingkulder	7	7	7	7	7
Övriga kortfristiga skulder	97	174	176	178	219
Summa kortfristiga skulder	171	262	292	311	363
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 013	1 687	1 788	2 269	2 239

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	28%	81%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	12%	49%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	12%	49%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	54,5%	75,1%	74,0%	80,0%	84,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	1%	1%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	12%	10%	8%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	94%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	38%	36%	36%	34%
Rörelsekapital / totala intäkter	-327%	-94%	-97%	-50%	-16%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	0,2x	0,5x

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-798	-669	-496	-635	-239
Soliditet	75%	36%	22%	24%	8%
Nettoskulsättningsgrad	-1,1x	-1,1x	-1,3x	-1,2x	-1,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,2x	0,7x	1,1x	0,8x

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	17,0	13,6	7,42	10,4	3,62
Antal aktier vid årets slut, m	44,5	44,5	52,4	52,4	52,4

Källa: Hansa Biopharma, EPB

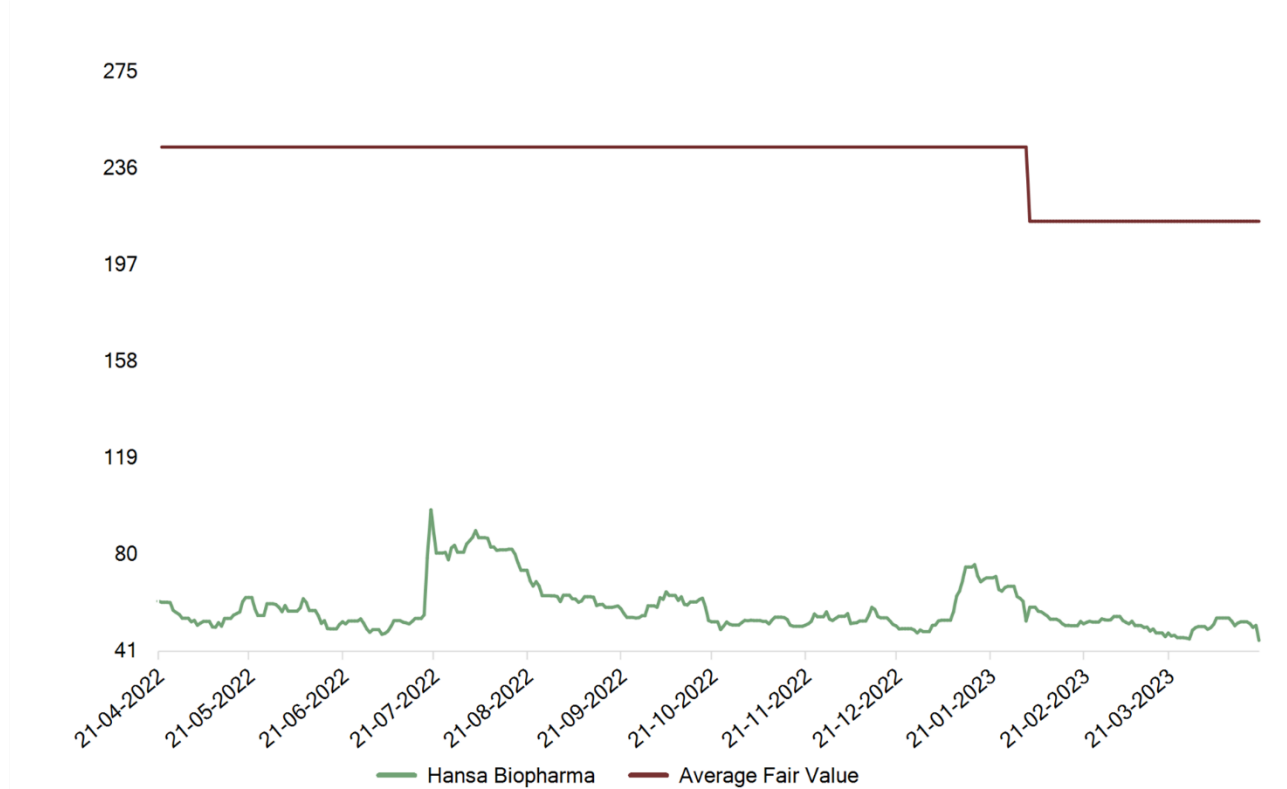
Värdering

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	3 154	1 521	1 899	1 760	2 155
Aktiekurs	88,8	49,2	45,7	45,7	45,7

Källa: Hansa Biopharma, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Hansa Biopharma (HNSA 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