



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 25 april 2023

Bio-Works Technologies

Välfylld orderbok

Bra orderingång

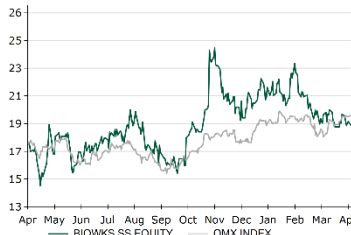
Verksamhetsuppdateringen för Q1 2023 visade att tillväxten håller i sig trots ett bistrare omvärldsklimat. Försäljningen ökade med 27 procent till 7,6 mkr (6,0) och det är framför allt Europa som utvecklats bra. Det mest positiva var annars orderingången som steg med 43 procent och hamnade på 11,0 mkr (7,5) under perioden. Därmed går bolaget ur första kvartalet med en välfylld orderbok om 26,0 mkr. Vi räknar med att denna kommer levereras till kund i år. I samband med uppdateringen så upprepas målet om att bli kassaflödespositiva under 2024, vilket signalerar fortsatt bra och stark framtidstro från ledningen.

Justerar H1-estimaten

Vi hade gärna velat få se en något starkare försäljningsutveckling under Q1 2023, men vi är samtidigt väl medvetna om betydelsen av enskilda ordrar som kan hamna i april i stället för mars. Baserat på utfallet för Q1 så har vi dock intagit en något mer försiktig inställning till utsikterna för H1 2023, men i övrigt låter vi våra prognoser ligga kvar. Vi räknar med en bra fortsättning på 2023, där lansering av ny produkt specialutvecklad för genterapi- och oligonukleotidmarknaden kommer bidra till stegrande försäljning.

Värdering ligger fast

Finansiellt är läget fortsatt under kontroll med en kassa på drygt 50 mkr vid utgången av kvartalet. Även om vi justerat ned prognosen något, så känner vi fortsatt stark tilltro till tillväxtcasen. Vi upprepar därför vårt motiverade värde om 28-30 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	28 - 30 kr												
Totala intäkter	-5,1%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	43	71	122	189	Aktiekurs	18,8 kr												
EBITDA, just.	-15,3%	0,0%	0,0%	Tillväxt	-27%	66%	72%	54%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-15,2%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-46	-31	-4	25	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-46	-32	-5	23														
Q2 - rapport	08 augusti 2023			EPS, just.	-1,3	-0,9	-0,1	0,6														
Q4 - rapport	19 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	1,9	1,0	0,9	1,5														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	54,4%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	54,4%														
				EV/Sales	15,6x	8,7x	5,0x	3,3x														
				EV/EBITDA	-	-	-	25,0x														
				EV/EBIT	-	-	-	27,2x														
				P/E, just.	-	-	-	29,5x														
				P/EK	10,9x	18,6x	21,7x	12,7x														
				FCF yield	-	-	-	4%														
				Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,0x	6,7x	-2,0x	<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		✓																				
Analytiker																						

## Investment case

Bio-Works är i början av på en långsiktig och stark tillväxtresa, som vi bedömer kommer kunna pågå under många år framöver. Tilltalande i caset är de starka och långsiktiga band som bolaget etablerar till sina kunder och en återkommande relation, där regulatoriska barriärer begränsar risken mot konkurrenter. De framgångar som uppnåtts under de senaste åren ger bolaget en stabil grund av kunder att bygga vidare från med återkommande intäkter och samtidigt fortsätta växa med nya kunder.

Tillväxten drivs av starka trender i marknaden inom biologiska läkemedel, där bolagets produkter används. Som en nischspelare med ett unikt produkterbjudande inriktat specifikt mot komplexa kunder, ser vi förutsättningar att bolaget kan växa snabbare än sina underliggande marknader.

Styrkan i Bio-Works verksamhet har börjat uppmärksammas, även om vi anser att den fulla potentialen ännu är långt ifrån inprisad.

## Bolagsprofil

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa, sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel. VD för bolaget är Jonathan Royce.

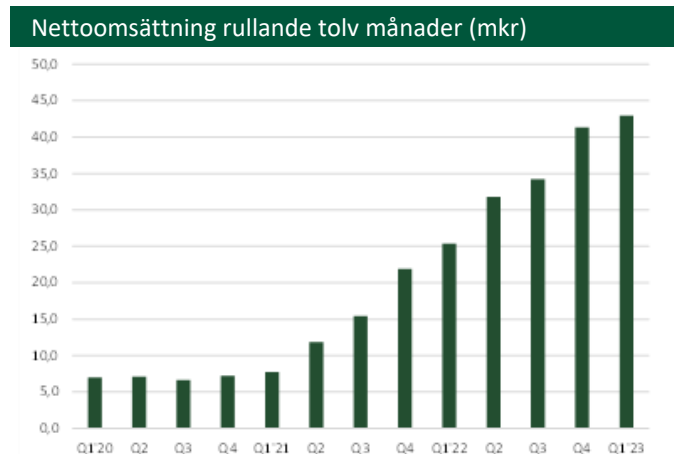
Försäljning bedrivs globalt, med egen direktförsäljning på den nordamerikanska marknaden och betydelsefulla marknader i Europa. På övriga marknader sker den via distributörer. Kunderna återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny liten spelare inom fältet ser Bio-Works bäst möjligheter att ta sig in på denna väletablerade marknad, med monopolistiska drag, genom att rikta sig mot de mindre och medelstora läkemedelsutvecklarna. Här finns, bedömer vi, större behov av en närmare relation till ett säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera medan det är svårare att få från de större ledande aktörerna.

## Värdering

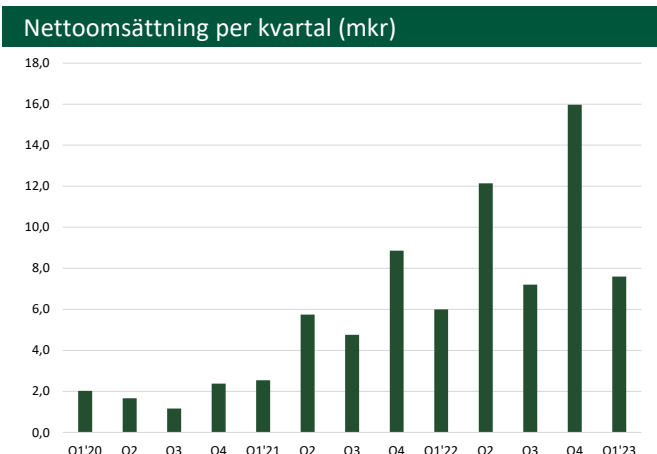
Vi värderar Bio-Works utifrån en DCF-modell och använder en WACC om 14 procent. Vi upprepar vårt motiverade värde efter att ha uppdaterat våra prognoser efter Q1 2023-siffrorna. Motiverat värde uppgår till 28-30 kr per aktie.

## Det går i rätt riktning

Försäljningen steg till 7,6 mkr (6,0) under Q1 2023, enligt bolagets verksamhetsuppdatering (släpper fullständiga rapporter halvårsvis). Vi har inga estimat på kvartalsbasis, men hade gärna velat se en något starkare utveckling för att känna en högre konfians i våra H1 2023-siffror. Med det sagt så vill vi påminna om att huruvida enskilda leveranser hamnar på ena eller andra sidan av kvartalsskiftet kan ha stor betydelse för kvartalsciffrorna.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Om försäljningen var aningen svag så var orderingången klart bättre. Här är ökningstakten högre och orderingången steg med 43 procent till 11,0 mkr (7,5) för perioden. Noterbart är att Bio-Works endast pressmeddelat en order om 3,4 mkr under perioden. Tack vare en bra orderingång så lämnar bolaget Q1 med en välfylld orderbok om 26,0 mkr. Tillsammans med omsättningen i Q1 är därmed nästan hälften av årsomsättningen för 2023 i hamn.

Bolaget upprepar att målet är att nå positiva kassaflöden i verksamheten under nästa år. Verksamhetsuppdatering ger ingen information kring kostnaderna, men vi får veta att kassapositionen i slutet av mars uppgick till 51,4 mkr, vilket vi bedömer ger finansiering till lönsamhet.

## Prognosförändringar

Efter verksamhetsuppdateringen för det första kvartalet har vi tagit ned förväntningarna för H1 2023 något, men gör i övrigt inga förändringar.

Prognoser per halvår 2021-2023 (mkr)						
	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023E	H2 2023E
Nettoomsättning	8,3	13,6	18,1	23,2	26,9	41,3
Förändring av lager	0,4	0,9	1,0	-0,9	0,5	0,5
Övriga rörelseintäkter	32,0	3,6	0,4	1,1	1,0	1,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>40,7</b>	<b>18,1</b>	<b>19,6</b>	<b>23,4</b>	<b>28,4</b>	<b>42,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,4	-3,3	-6,0	-6,6	-8,0	-9,8
Övriga externa kostnader	-14,3	-14,1	-14,5	-17,1	-16,9	-18,6
Personalkostnader	-15,4	-18,7	-22,2	-21,1	-23,0	-24,9
Av-/nedskrivningar	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,8	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-31,4</b>	<b>-37,2</b>	<b>-43,3</b>	<b>-45,8</b>	<b>-48,7</b>	<b>-54,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,6</b>	<b>-18,7</b>	<b>-23,6</b>	<b>-22,0</b>	<b>-20,0</b>	<b>-11,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>9,3</b>	<b>-19,1</b>	<b>-23,8</b>	<b>-22,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-11,3</b>
Finansnetto	-0,4	0,8	0,5	0,9	0,2	0,2
<b>Res. efter finansnetto</b>	<b>8,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>-23,3</b>	<b>-21,4</b>	<b>-20,1</b>	<b>-11,1</b>
Skatt	0,0	-3,6	-0,2	-0,1	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>8,9</b>	<b>-21,8</b>	<b>-23,5</b>	<b>-21,5</b>	<b>-20,1</b>	<b>-11,1</b>

Källa: EPB, Bolaget

## Värdering

Vår värdering av Bio-Works stödjer sig på en DCF-modell, baserad på explicita prognoser tio år framåt. Därefter antar vi en uthållig tillväxt om 3 procent och en EBITDA-marginal på 40 procent. Efter uppdaterade prognoser så uppgår värdet till 28,4 kr (28,3), när vi använder en WACC på 14 procent.

### Övergripande antaganden DCF-värdering

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	355	Riskfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	592	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	40,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>948</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-51	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>999</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	35				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>28,4</b>				

Källa: EPB

### Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,0%	35,1	36,4	37,7	39,3	41,0
	13,0%	30,6	31,5	32,6	33,7	35,0
	14,0%	26,9	27,6	<b>28,4</b>	29,3	30,2
	15,0%	23,8	24,4	25,0	25,7	26,4
	16,0%	21,3	21,7	22,2	22,7	23,3

Källa: EPB

### Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBITDA-marginal

		Uthållig EBITDA-marginal				
		35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
WACC	12,0%	34,2	36,0	37,7	39,5	41,3
	13,0%	29,6	31,1	32,6	34,0	35,5
	14,0%	25,9	27,2	<b>28,4</b>	29,7	30,9
	15,0%	22,9	24,0	25,0	26,1	27,1
	16,0%	20,4	21,3	22,2	23,1	24,0

Källa: EPB

Aktien har utvecklats svagare i år än de bredare indexen för Stockholmsbörsen och är ned med omkring 11 procent sedan årsskiftet. Vår uppfattning är att det varit en generellt svag marknad i år för småbolag och avtagande likviditet i aktiehandeln.

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	5	7	6	7	22	41	68	119	184
Övriga rörelseintäkter	4	1	1	(1)	37	2	3	4	4
<b>Totala intäkter</b>	9	7	7	7	59	43	71	122	189
Kostnad sålda varor	-1	-1	-2	-1	-5	-13	-18	-26	-37
<b>Bruttoresultat</b>	7	6	5	5	54	30	53	96	152
Övriga rörelsekostnader	-29	-37	-46	-50	-63	-76	-84	-100	-127
<b>EBITDA</b>	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-31	-4	25
<b>EBITDA, justerad</b>	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-31	-4	25
Avskrivningar	-2	-7	-2	-1	-1	0	-1	-1	-2
<b>EBITA, justerad</b>	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-32	-5	23
<b>EBIT</b>	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-32	-5	23
<b>EBIT, justerad</b>	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-32	-5	23
Finansnetto	0	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-31	-5	23
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-31	-5	23
Total skatt	0	0	0	0	-4	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-31	-5	23
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-31	-5	23
Intäktstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	66%	72%	54%
Bruttomarginal	>100%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	78,2%	81,0%	82,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,89	-0,13	0,64
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-32	-5	23
Övriga kassaflödesposter	2	7	2	0	-2	-1	1	1	2
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	0	1	-1	4	-4	1	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-35	-3	25
<b>Fritt kassaflöde</b>	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-35	-3	25
Nyemission / återköp	99	0	63	0	84	4	-	-	-
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	99	0	63	0	84	4	-	-	-
<b>Kassaflöde</b>	78	-34	23	-43	71	-38	-35	-3	25
<b>Nettoskuld</b>	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-30	-25	-49

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	9	2	1	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	2	2	3	4	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
Varulager	4	6	7	7	8	10	13	16	19
Kundfordringar	3	4	3	4	8	14	11	13	15
Likvida medel och kortfristiga placeringar	89	54	76	33	103	66	30	25	49
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>96</b>	<b>64</b>	<b>86</b>	<b>44</b>	<b>119</b>	<b>89</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>83</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>105</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	<b>45</b>	<b>121</b>	<b>92</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>87</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	99	62	82	37	109	68	36	31	53
<b>Summa eget kapital</b>	<b>99</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>37</b>	<b>109</b>	<b>68</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>53</b>
Leverantörsskulder	2	1	1	2	3	7	7	10	13
Övriga kortfristiga skulder	4	4	5	6	9	17	13	17	22
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>105</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	<b>46</b>	<b>121</b>	<b>92</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>87</b>

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	66%	72%	54%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	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.	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%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	78,2%	81,0%	82,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	54%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	54%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	44%	83%	>100%	97%	13%	22%	18%	13%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	33%	56%	42%	64%	14%	32%	15%	11%	8%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	68%	>100%	66%	54%	41%	39%	34%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	15%	12%	16%	18%	27%	20%	21%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	59%	58%	42%	7%	-1%	5%	2%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x	0,5x	0,6x	2,0x	4,0x	3,6x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-30	-25	-49
Soliditet	94%	91%	93%	82%	90%	74%	64%	53%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-1,0x	-0,8x	-0,8x	-0,9x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,7x	1,9x	0,7x	11,2x	1,4x	1,0x	6,7x	-2,0x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,89	-0,13	0,64
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,89	-0,13	0,64
FCF per aktie	-1,10	-1,80	-1,32	-1,43	-0,38	-1,21	-0,98	-0,07	0,70
Eget kapital per aktie	5,14	3,19	2,70	1,23	3,11	1,93	1,02	0,88	1,49
Antal aktier vid årets slut, m	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

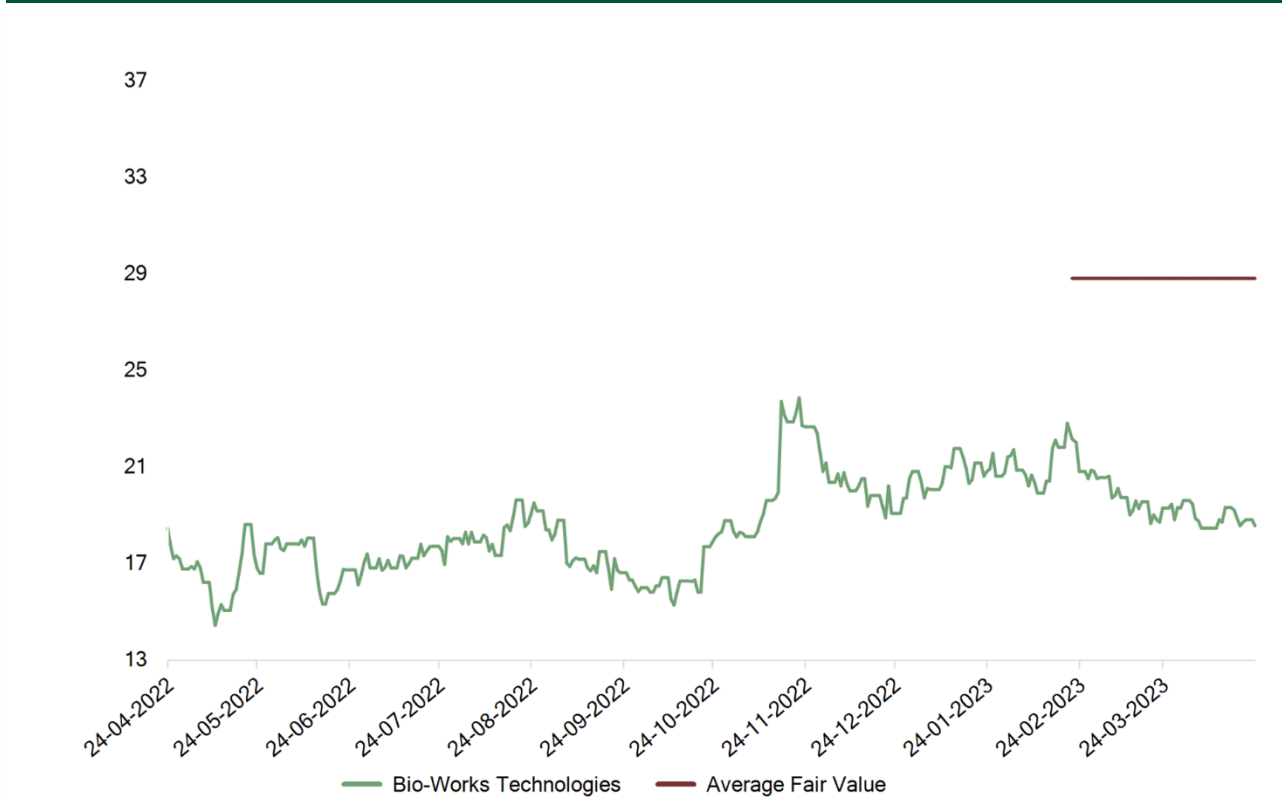
## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,5x
P/EK	1,8x	2,8x	3,0x	7,4x	8,8x	10,9x	18,6x	21,7x	12,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
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	11,0x	16,1x	24,0x	36,3x	14,6x	15,6x	8,7x	5,0x	3,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,2x
EV	94	116	167	244	856	673	617	617	617
Aktiekurs	9,5	8,8	8,0	9,1	27,5	21,0	19,0	19,0	19,0

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bio-Works Technologies (BIOWKS 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](http://www.penser.se)