



Karolinska Development

Med mogen portfölj in i 2023

Flera intressanta datapunkter för centrala portföljbolag

Karolinska Development presenterar flera intressanta datapunkter för centrala portföljbolag under Q1, som i vårt tycke gör portföljen mer mogen med högre sannolikhet för värdeskapande transaktioner. Umecrine Cognition redovisade lovande prekliniska data för golexanolon i en modell för Parkinsons sjukdom, vilket adderar till marknadspotentialen. Bolaget beviljades även orphan drug designation av amerikanska FDA avseende golexanolon för indikationen PBC. Umecrine meddelade i februari att man inkluderat första patienten i fas 2-studien av den indikationen. Utöver detta presenterade Dilafor positiva resultat från förlängningen av sin fas 2b-studie av kandidaten tafoxiparin, och befinner sig därmed i ett läge där Karolinska Development typiskt sett ser över ägarstrukturen i portföljbolaget. Vi bedömer att de flesta bolagen i portföljen inom 2,5 år har genomgått fas 2a-studier, mot bakgrund av detta samt nuvarande position för bl.a. Dilafor är portföljen i ett fortsatt moget och intressant läge.

Endast små ändringar i substansvärde q/q

Substansvärdet per aktie vid utgången av Q1 uppgick till 4,5 kr per aktie (4,6 kr per aktie vid utgången av Q4). Totalt verkligt värde i utgången av Q1 var 1 315 mkr, motsvarande en sekventiell ökning med ca 3 mkr. Investeringarna i portföljbolag under Q1'23 var ca 25 mkr.

Fortsatt attraktivt läge i portföljen

Vi justerar vår sum-of-the-parts-värdering för att reflektera utspädningseffekten i Umeocrine Cognition i samband med kapitalanskaffningen. Vi ser ett nytt motiverat värde om 4,3 – 4,5 kr per aktie (4,6 – 4,8 kr).

Estimatändring

23e24e25e

Totala intäkter0,0%0,0%0,0%

EBITDA, just.0,0%0,0%0,0%

EPS, just.0,0%0,0%0,0%

Kommande händelser

Q2 - rapport25 augusti 2023

Q3 - rapport17 november 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier270m

Börsvärde453

Nettoskuld-157

EV296

Free float41%

Daglig handelsvolym, snitt156k

Bloomberg TickerKDEV SS EQUITY

Analytiker

Hjalmar Jernstrom

hjalmar.jernstrom@penser.se

Prognos (mkr)

20222023e2024e2025e

Totala intäkter22000

Tillväxt6%0%0%0%

EBITDA, just.-87-29-29-29

EBIT, just.-87-30-30-30

EPS, just.-0,3-0,1-0,1-0,1

EPS-tillväxt, just.N.m.N.m.N.m.N.m

EK/aktie4,64,54,44,3

Utdelning per aktie0,00,00,00,0

EBIT-marginalNeg.Neg.Neg.Neg.

ROE, just.Neg.Neg.Neg.Neg.

ROCE, just.Neg.Neg.Neg.Neg.

EV/Sales146,2x129,3x129,6x129,6x

P/EK0,4x0,4x0,4x0,4x

Nettoskuld/EBITDA1,5x4,1x3,0x2,0x

Värde och risk

Motiverat värde4.3 - 4.5 kr

Aktiekurs1,7 kr

RiskenivåMedium

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

YesNo

Likviditetsgarant✓

Certified adviser✓

Transaktioner 12m✓

Investment case

Karolinska Development är ett investmentbolag som investerar i nordiska life science-bolag. Bolaget besitter kompetens inom forskning och utveckling, men även de viktiga aspekterna som relaterar till finansiering och kommersialisering av läkemedels- och medicintekniska projekt. Vi anser att bolaget de senaste åren har konkretiserat sin strategi, renodlat portföljen och förbättrat den finansiella positionen. Bolaget står därmed positionerat för att generera flera värdeskapande transaktioner som involverar bolagen i portföljen. Vi ser flera attraktiva operationella och finansiella aspekter av Karolinska Development:

- Mogen portfölj. Under 2023–2024 förväntas fyra portföljbolag presentera data från fas 1-studier och tre portföljbolag presentera data från fas 2-studier.
- Tillgång till olistade bolag med ursprung i den nordiska forskarvärlden, där direktinvesteringar endast är tillgängliga för utvalda investerare.
- En naturlig diversifiering i portföljen genom att Karolinska Development har en stor portfölj av noterade och onoterade life science-bolag.
- Stark finansiell position med möjlighet att fortsätta driva utvecklingen av portföljen.

Bolaget handlas idag till en omotiverat stor rabatt mot substansvärdet. Flera portföljbolag är idag inom eller nära den fas där Karolinska Development typiskt ska se över möjligheterna för en börsnotering, avyttring eller licensaffär. Vi anser att portföljen är i en lukrativ fas. Förutom att vara kassaflödesgenererande, anser vi att transaktioner kan bidra till att etablera en historik av exekveringar, vilket kan bidra till att reducera substansrabatten.

Bolagsbeskrivning

Karolinska Development är ett investmentbolag som investerar i nordiska life science-bolag. Bolagets strategi är att vara aktiv ägare i medicinbolag med läkemedelsprojekt eller medicintekniska produkter med stor kommersiell potential. Karolinska Developments investeringsstrategi underlättas av närheten till den nordiska forskningsvärlden, tillgången till ett omfattande nätverk av personer som kan tillsättas i portföljbolagen och kombinationen av medicinsk och finansiell expertis. Karolinska Development grundades 2003 och hade tidigt en tydlig anknytning till den nordiska forskarvärlden. Efter 8 års verksamhet börsnoterades bolaget 2011. Sedan 2016 har bolaget en uppdaterad investeringsstrategi, en ny företagsledning och en mer fördelaktig ägar- och finansieringsstruktur i portföljbolagen. Vi bedömer att Karolinska Development har goda förutsättningar för en framgångsrik fortsatt investeringsresa. Historiskt har Karolinska Development investerat i bland annat Oncopeptides, Aprea, Xspray och Bioarctic. I dagsläget består portföljen av de direkt eller indirekt ägda innehaven Dilafor, UmeCrine Cognition, SVF Vaccines, Promimic, OssDesign, Modus Therapeutics, Aprea, AnaCardio, PharmNovo, Biosergen och Henlez.

Värdering

Vi värderar Karolinska Development med en sum-of-the-parts-värdering. Dilafor och UmeCrine Cognition värderas i separata värderingsmodeller med individuella antaganden, se detaljer under värderingssegmentet. Vi värderar övriga bolag antingen till bokfört värde (justerat för en uppskattad skälig premie), eller via senast betalt för noterade bolag. Den skäliga premien uppskattas relativt andra noterade investmentbolag inom sektorn samt andra investmentbolag generellt. OssDesign värderar vi till det motiverade värde som EPB för tillfället befäster bolaget. Vårt summerade motiverade värde av Karolinska Developments andelar i portföljbolagen justeras därefter med utdelning till samägandebolag, nettoskuldsättning samt diskonterade framtida rörelsekostnader för att generera ett motiverat värde. Vi ser ett motiverat värde om 4,30–4,50 kr per aktie (4,60 – 4,80 kr).

Kvartalet i detalj

Karolinska Development redovisar ett totalt verkligt värde om 1 315 mkr i Q1 (1 313 mkr i utgången av Q4). Netto verkligt värde var 984 mkr (sekventiellt oförändrat). Substansvärdet vid kvartalets utgång var 1 218 mkr, motsvarande 4,5 kr per aktie (4,6 kr per aktie vid Q4). Investeringarna i kvartalet uppgick till 25 mkr där Umecrine var den enskilt största med 15 mkr.

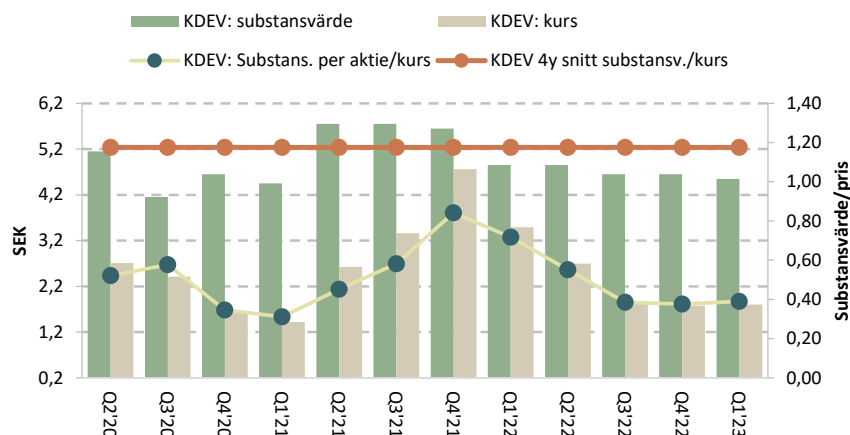
I kvartalet presenterade Dilafor positiva resultat från förlängningen av sin fas 2b-studie av kandidaten tafoxiparin, varpå nästa steg för Dilafor är fas 3-studie. Utöver detta redovisade Modus Therapeutics positiva resultat från fas 1b-studien av kandidaten sevuparin, för den primära indikationen sepsis och septisk chock. Nästa steg för bolaget är inledandet av en fas 2-studie med förväntad start senare under 2023. Vidare har SVF Vaccines och Aprea inlett studier under kvartalet. Dessa utvecklingar adderar till att portföljen sammantaget fortsätter att mogna, och vi anser att den mer mogna portföljen inte till fullo reflekteras i aktiekursen. Diagram 1 sammanfattar hur substansrabatten utvecklats sedan 2020. Vi bedömer att rabatten förklaras av ett antal faktorer, bland annat Karolinska Developments historik sett till antalet exits. Om bolaget skulle exekvera på den mogna portföljen och etablera en historik av värdeskapande transaktioner, kan värderingsrabatten enligt vår bedömning reduceras. Nedan sammanfattas värdet av Karolinska Developments portfölj vid utgången av Q1 samt förändringen relativt Q4.

Tabell 1: Substansvärde

Bolag	Q1'23	Q4'22	Förändring	Kommentar
Modus Therapeutics	28 795	28 951	-1%	Noterat innehav
OssDsign	35 530	42 958	-17%	Notera innehav, emission
Promimic	4 843	3 625	34%	Noterat innehav
AnaCardio	45 139	45 138	0%	
Dilafor	28 036	24 026	17%	Investering
Henlez	5 650	5 586	1%	
PharmNovo	20 000	20 000	0%	
SVF Vaccines	15 979	12 867	24%	Investering
Umecrine	584 353	588 799	-1%	Kapitalanskaffning
KCIF Co-Investment Fund	8 065	8 025	0%	
Kdev Investments	208 011	204 020	2%	
Summa bolag	915 233	983 995	-7%	
Övriga tillgångar och skulder	233 754	265 136	-12%	
Summa substansvärde	1 148 987	1 249 131	-8,0%	
Per aktie	4,5	4,6	-8,0%	

Källa: EPB

Diagram 1: Karolinska Development: Substansvärde och pris



Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsjustering efter Q1-rapporten. Vi värderar bolaget med Sum-of-the-parts-modell och en DCF-modell. Vi uppdaterar primärt värdet i noterade bolag samt justerar för utspädningen i Umecrine Cogition i samband med kapitalanskaffningen. Vi ser ett nytt motiverat värde om 4,3 – 4,5 kr per aktie (4,6 – 4,8 per aktie).

Tabell 2: Värdering

Bolag	Q1'23	Q4'22	Förändring	Värderingsmodell
Modus Therapeutics	14 133	25 194	-44%	Senast betalt
OssDesign	114 407	114 407	0%	EPB motiverat värde
Promimic	5 938	5 219	14%	Senast betalt
AnaCardio	54 166	54 166	0%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (direkt)	22 768	22 753	0%	Modell
Henlez	6 703	6 703	0%	Bokfört värde
PharmNovo	20 000	20 000	0%	Bokfört värde
SVF	19 175	12 415	54%	Bokfört + premie/rabatt
Umecrine	674 634	797 144	-15%	Modell
KCIF Co-Investment Fund	6 780	9 599	-29%	Bokfört + premie/rabatt
KDev Inv. ex Dilafor	18 721	41 306	-55%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (indirekt)	683 049	682 592	0%	Modell
KDev Investments tot	701 770	723 899	-3%	N/A
Forendo tilläggsköpeskilling	84 279	84 279	0%	Disk. Earn-outs
Summa bolag	1 728 752	1 879 777	-8,0%	

Summa	1 728 752
Utbetalning Rosetta	-398 369
Skulder etc	-157 160
Kostnader KDEV	-100 000
Motiverat värde	1 387 543
Aktier	270 078
Per aktie	5,1

Källa: EPB

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Vi baserar DCF-modellen på antaganden kring diskonteringsränta, avyttringshorisont för portföljbolagen, samt tillväxt bortom prognosperioden. DCF-modellens huvudsakliga antagande är en innehavsperiod om i genomsnitt 4 år för portföljbolagen bortom prognosperioden. Vi applicerar en diskonteringsränta om 12,4 %. Räntan baseras på en riskfri ränta om 2,5%, samt en extra riskpremie om 6%. Riskpremien baseras på att Karolinska Development i de flesta portföljbolag inte har någon majoritetsandel, vilket föranleder en lägre risk för att behöva ha en avgörande roll vid eventuella framtida finansieringar av portföljbolagen. Bolaget i sin nuvarande struktur har dock ett relativt begränsat track-record när det kommer tillförsäljningar av bolag i portföljen. Sammantaget ser vi en diskonteringsränta om 12,4%, vilket gör att vår DCF ger ett motiverat värde om 4,0 kr per aktie.

Tabell 3: DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	920	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	0	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	1,0%
Företagsvärde (EV)	920	Small cap-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-157	Extra riskpremie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Eget kapital	1 077			Skattesats	20,2%
Antal utstående aktier, full utspädning	270				
Eget kapital per aktie	4				

Källa: EPB

Tabell 4: Känslighetsanalys

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	11,0%	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	11,0%	4,1	4,1	4,1	4,1
	11,5%	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	11,5%	4,1	4,1	4,1	4,1
	12,0%	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	12,0%	4,1	4,1	4,1	4,1
	12,5%	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	12,5%	4,1	4,1	4,1	4,1
	13,0%	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	13,0%	4,0	4,0	4,0	4,0

Källa: EPB

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Totala intäkter	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Bruttoresultat	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Försäljningskostnader	-24	-15	-23	-24	-23	-27	-25	-25	-25
Övriga rörelsekostnader	242	86	369	-181	182	-62	-7	-7	-7
EBITDA	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBITDA, justerad	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBITA, justerad	221	74	349	-202	161	-87	-29	-29	-29
EBIT	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
EBIT, justerad	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
Finansnetto	-80	-86	-75	-10	10	-1	-2	-2	-2
Resultat före skatt	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Resultat före skatt, justerad	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Nettoresultat	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Nettoresultat, justerad	141	-12	273	-212	171	-88	-32	-31	-31
Intäksttillväxt	-	25%	10%	-22%	-18%	6%	0%	0%	0%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Karolinska Development, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	221	74	348	-202	161	-87	-30	-30	-30
Övriga kassaflödesposter	-255	-103	-386	173	-189	56	1	1	1
Förändringar i rörelsekapital	3	42	33	-4	45	-18	18	-3	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-31	13	-6	-33	17	-50	-11	-32	-29
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	9	12	-5	-3	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	9	12	-5	-3	2	0	0	0
Fritt kassaflöde	-31	22	6	-38	14	-48	-11	-32	-29
Förvärv och avyttringar	-44	-105	-24	63	4	-94	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	236	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-44	-105	-24	63	3	141	0	0	0
Kassaflöde	-75	-83	-18	24	17	94	-11	-32	-29
Nettoskuld	360	412	-32	-76	-42	-131	-120	-88	-59

Källa: Karolinska Development, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	41	27	0	0	62	60	60	60	60
Andelar i intresseföretag	448	619	1 048	770	950	984	984	984	984
Övriga anläggningstillgångar	3	5	2	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	492	651	1 050	771	1 013	1 044	1 044	1 044	1 044
Övriga omsättningstillgångar	152	128	65	43	54	76	61	59	59
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	16	52	76	42	131	120	88	59
Summa omsättningstillgångar	171	143	117	119	97	207	181	147	118
SUMMA TILLGÅNGAR	663	794	1 167	890	1 109	1 252	1 225	1 191	1 162
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	267	296	1 008	800	971	1 241	1 216	1 191	1 162
Summa eget kapital	267	296	1 008	800	971	1 241	1 216	1 191	1 162
Långfristiga räntebärande skulder	379	428	20	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	11	0	79	1	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	384	440	20	79	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	12	59	139	11	137	10	10	0	0
Summa kortfristiga skulder	12	59	139	11	137	10	10	0	0
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	663	794	1 167	890	1 109	1 252	1 225	1 192	1 162

Källa: Karolinska Development, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	25%	10%	-22%	-18%	6%	0%	0%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	>100%	Neg.	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	42%	Neg.	19%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	12%	40%	Neg.	18%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	11%	41%	Neg.	19%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-6%	-83%	-40%	5%	-86%	11%	30%	-	-
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	-2202%	>100%	-3836%	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Karolinska Development, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	360	412	-32	-76	-42	-131	-120	-88	-59
Soliditet	40%	37%	86%	90%	88%	99%	99%	>100%	100%
Nettoskuldsättningsgrad	1,3x	1,4x	0,0x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	5,6x	-0,1x	0,4x	-0,3x	1,5x	4,1x	3,0x	2,0x

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
EPS, justerad	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	-0,12	-0,12	-0,12
FCF per aktie	-0,51	0,35	0,08	-0,22	0,05	-0,18	-0,04	-0,12	-0,11
Utdelning per aktie	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,36	4,62	13,6	4,56	3,60	4,60	4,50	4,41	4,30
Antal aktier vid årets slut, m	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270
Antal aktier efter utspädning, snitt	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270

Källa: Karolinska Development, EPB

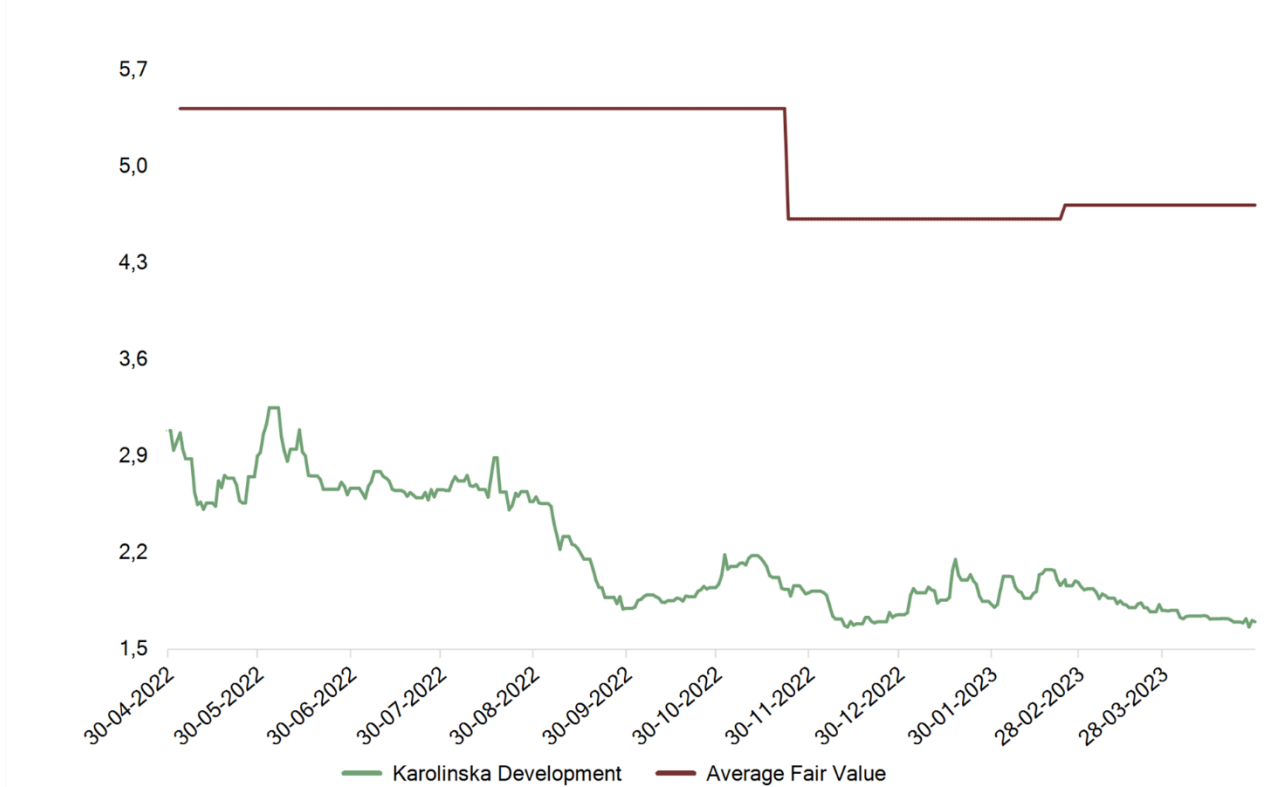
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	2,2x	Neg.	0,8x	Neg.	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,2x	1,2x	0,2x	0,3x	1,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
P/FCF	Neg.	15,9x	38,7x	Neg.	93,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	6%	3%	Neg.	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	273,3x	249,6x	63,1x	77,0x	566,8x	146,2x	129,3x	129,6x	129,6x
EV/EBITDA, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,6x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	673	767	213	204	1 230	336	296	296	296
Aktiekurs	5,1	5,5	3,1	1,6	4,7	1,7	1,7	1,7	1,7

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Karolinska Development (KDEV 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