



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 02 maj 2023

## Iconovo

## Avtal för ICOone

**Målsättning om 2-3 nya avtal 2023 ligger fast**

Iconovo rapporterade intäkter om 3 mkr för första kvartalet 2023. Rörelseresultatet var -12,9 mkr. Likvida medel vid periodens utgång var 44,7mkr. Fortsatt målsättning om 2–3 nya avtal under året. Under kvartalet har bolaget ingått ett avtal för att utvärdera ICOone Nasal. Iconovo är berättigade ersättning till ett totalt värde av upp till 0,9 mkr.

**Nyemission under första kvartalet**

Iconovo har genomfört en riktad nyemission på 55 mkr före emissionskostnader under det första kvartalet. Bolaget avser att använda likviden från nyemissionen för accelererande och värdeskapande utveckling och satsningar kopplat till bolagets långsiktiga strategi.

**Motiverat värde 62–64 kr per aktie**

Vår DCF-modell indikerar ett värde om 63 kr per aktie efter att vi gjort marginella förändringar i våra estimat. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 62–64 kr (67–69 kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	-6,8%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	50	44	80	136	<b>Motiverat värde</b>
EBITDA, just.	-7,9%	-10,0%	-1,7%	Tillväxt	78%	-13%	84%	70%	<b>62 - 64 kr</b>
EPS, just.	-4,8%	-8,7%	-12,0%	EBITDA, just.	-39	-36	-4	32	Aktiekurs
				EBIT, just.	-48	-48	-18	17	Riskenivå
				EPS, just.	-5,4	-4,7	-2,0	1,4	
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	
				EK/aktie	10,1	9,1	7,1	8,6	
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	14,3%	
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	18,5%	
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	12,7%	
				EV/Sales	8,6x	8,1x	4,4x	2,6x	
				EV/EBITDA	-	-	-	11,2x	
				EV/EBIT	-	-	-	20,6x	
				P/E, just.	-	-	-	26,2x	
				P/EK	4,9x	4,2x	5,3x	4,4x	
				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-0,1x	-10,5x	1,8x	

**Kommande händelser**

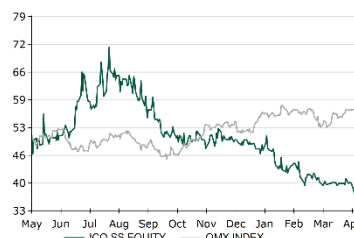
Q2 - rapport	14 juli 2023
Q3 - rapport	27 oktober 2023

**Bolagsfakta (mkr)**

Antal aktier	10m
Börsvärde	388
Nettoskuld	-35
EV	353
Free float	75%
Daglig handelsvolym, snitt	3k
Bloomberg Ticker	ICO SS EQUITY

**Analytiker**

Peter Sellei  
peter.sellei@penser.se

**Kursutveckling 12 mån****Intressekonflikter**

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

Iconovo utvecklar inhaleringsutrustning primärt för behandling av astma och kroniskt obstruktiv lungsjukdom (KOL). Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota, symptomen kan endast lindras. Den vanligaste behandlingsmetoden är att läkemedel inhaleras. Statistik från Världshälsoorganisationen (WHO) visar att KOL var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen år 2015. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 384 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ca 50% av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Astma har ökat stadigt de senaste 50 åren och sjukdomen är framför allt vanlig i den industrialiserade världen. I Sverige är ca 10% av alla barn och vuxna drabbade. Enligt Global Initiative for Astma (GINA) beräknas över 300 miljoner människor vara drabbade globalt år 2025.

### Bolagsprofil

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag att utveckla inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i kombination med royaltyintäkter vid produktens marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, en så kallad "technology access fee", och under utvecklingsperioden erhåller bolaget dels förskott på royalty, dels ersättningar (milestone-ersättningar) som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. I ett utvecklingsprojekt tas en läkemedelsformulering och inhalator fram som tillsammans utgör den slutliga produkten. Samarbetspartnern har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning för hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar. Ett utvecklingsprojekt löper under ett till tre år och är vanligtvis lönsamt för Iconovo under utvecklingstiden. När samarbetspartnern lanserar produkten erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som vanligtvis ligger i intervallet 5–10%. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital som täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produkt lansering.

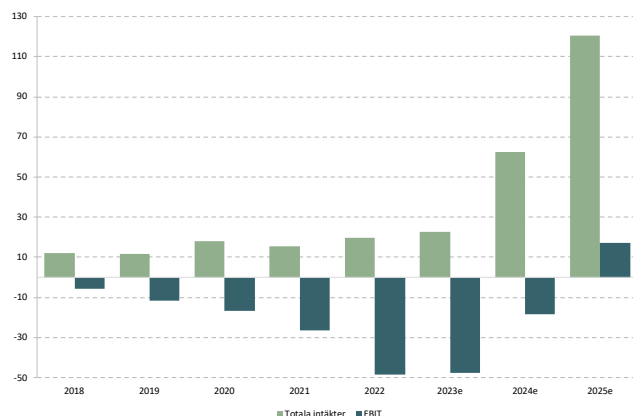
### Prognos och värdering

Vår värderingsansats är en klassisk DCF-värdering då vi anser att denna värderingsansats bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Värdet baseras på våra explicita estimat för åren 2023–2034 och därefter ett terminalvärde om 3%. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 14%. I vår modell räknar vi med en kapitalinjektion på 50 mkr under 2024. Vi har endast gjort marginella förändringar i våra estimat och tagit hänsyn till det nya antal aktier i bolaget efter den genomförda emissionen. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 63 kr per aktie. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 62–64 kr (67–69 kr).

### Motiverat värde

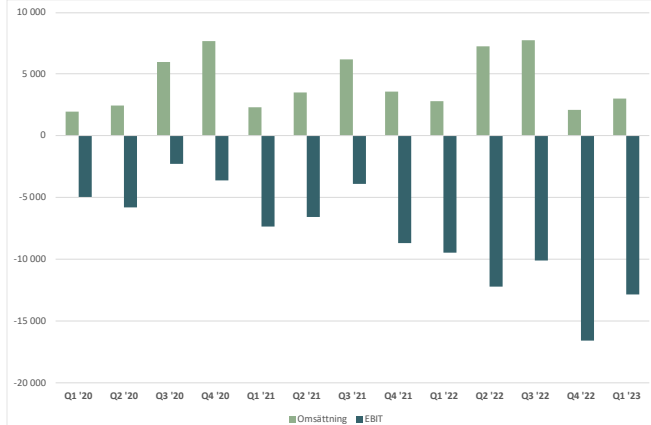
62–64 kr per aktie

## Resultatutveckling, y/y, mkr



Källa: EPB, Iconovo

## Resultatutveckling, q/q, tkr



Källa: EPB, Iconovo

## Ägare & Ledning

Största aktieägare	Aktier (tusental)	Kapital
Mats Johansson	1066	10,4%
Eiffel Investment Group SAS	996	9,7%
Orest Lastow	826	8,1%
Handelsbanken Fonder	802	7,8%
Andra AP-fonden	575	5,6%
Fjärde AP-fonden	440	4,3%
Mårten Rittfeldt	416	4,1%
Länsförsäkringar Fonder	413	4,0%
Carl Forslund	412	4,0%
Johan Lundgren	412	4,0%
<b>Totalt, 10 största aktieägare</b>	<b>6 359</b>	<b>62,2%</b>
Totalt övriga	3 864	37,8%
Totalt antal aktier	10 223	100,0%

Ordförande	Gunnar Gårdemyr
Verkställande direktör	Johan Wäborg
Finansdirektör	Henrik Damkjær

Källa: Holdings, 28-04-2023

## Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	251 748
PV of terminal value (perpetuity formula)	352 186
<b>Enterprise value</b>	<b>603 934</b>
Latest net debt	-35 232
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>639 166</b>
No. of shares outstanding (thousand)	10 223
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>63</b>

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/ Sales	30,4	26,8	9,7
EV/ EBITDA	-15,4	-17,0	-136,1
EV/ EBIT	-12,5	-12,7	-33,1
EV/ NOPLAT	-15,7	-16,0	-41,7
P/E			
ROIC/ WACC			
Current Share price			38

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	12,00%
Beta	0,7
Cost of equity	14%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/ (debt + equity)	0%
WACC	14%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	35,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20,6%

### Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	13,0%	69	71	74	76	79
	13,5%	64	66	68	70	72
	14,0%	60	61	63	65	67
	14,5%	56	57	58	60	62
	15,0%	52	53	54	56	57
		Long-term EBIT margin				
		30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%
WACC	13,0%	65	69	74	78	82
	13,5%	60	64	68	72	75
	14,0%	56	60	63	66	70
	14,5%	52	55	58	62	65
	15,0%	48	51	54	57	60

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>62</b>	<b>120</b>
Övriga rörelseintäkter	3	5	5	13	33	27	18	16
<b>Totala intäkter</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>80</b>	<b>136</b>
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-7	-30	-21	-23	-21
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>57</b>	<b>115</b>
Försäljningskostnader	-12	-19	-24	-31	-37	-40	-46	-65
Övriga rörelsekostnader	-4	-7	-10	-12	-22	-19	-16	-19
<b>EBITDA</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-39</b>	<b>-36</b>	<b>-4</b>	<b>32</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-39</b>	<b>-36</b>	<b>-4</b>	<b>32</b>
Avskrivningar	-2	-3	-4	-5	-9	-12	-14	-14
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>
<b>EBIT</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>
Finansnetto	2	0	0	0	0	0	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-20</b>	<b>15</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-20</b>	<b>15</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-20</b>	<b>15</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>	<b>-20</b>	<b>15</b>
Intäkstillväxt	-	15%	34%	23%	78%	-13%	84%	70%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	92,0%	95,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,3%
EPS, justerad	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,67	-1,96	1,45
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Iconovo, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-6	-12	-17	-27	-48	-48	-18	17
Övriga kassaflödesposter	2	3	3	5	9	13	11	12
Förändringar i rörelsekapital	3	-3	-2	10	-4	0	-14	-20
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-1</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-43</b>	<b>-35</b>	<b>-21</b>	<b>9</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	0	-3	-2	-5	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-8	-10	-24	-31	-21	-18	-16
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-26</b>	<b>-36</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-18</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-6</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-79</b>	<b>-58</b>	<b>-41</b>	<b>-9</b>
Förvärv och avyttringar	0	0	0	0	-1	0	0	0
Nyemission / återköp	40	60	1	75	0	55	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	0	50	0
Övriga poster	-4	-4	0	-5	-2	-5	-2	-3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>37</b>	<b>56</b>	<b>1</b>	<b>70</b>	<b>-3</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>-3</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>-27</b>	<b>33</b>	<b>-82</b>	<b>-8</b>	<b>7</b>	<b>-12</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-53</b>	<b>-89</b>	<b>-62</b>	<b>-95</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>47</b>	<b>56</b>

Källa: Iconovo, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	9	16	23	42	68	82	90	95
Materiella anläggningstillgångar	4	2	4	5	20	18	16	15
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>47</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>110</b>
Kundfordringar	5	3	9	3	11	9	17	31
Övriga omsättningstillgångar	2	3	3	3	9	10	12	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	53	89	62	95	13	5	12	0
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>60</b>	<b>96</b>	<b>74</b>	<b>101</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>73</b>	<b>114</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>121</b>	<b>124</b>	<b>147</b>	<b>154</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	64	109	93	137	89	93	73	88
<b>Summa eget kapital</b>	<b>64</b>	<b>109</b>	<b>93</b>	<b>137</b>	<b>89</b>	<b>93</b>	<b>73</b>	<b>88</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	0	49	47
Långfristiga leasingskulder	0	0	0	0	8	7	7	6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>56</b>	<b>54</b>
Kortfristiga leasingskulder	0	0	0	0	2	3	3	3
Övriga kortfristiga skulder	9	5	8	12	22	21	15	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>12</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>73</b>	<b>114</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>121</b>	<b>124</b>	<b>147</b>	<b>154</b>

Källa: Iconovo, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	15%	34%	23%	78%	-13%	84%	70%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	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.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	92,0%	95,8%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,3%

Källa: Iconovo, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%

Källa: Iconovo, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	1%	1%	2%	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	31%	20%	39%	11%	22%	22%	21%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	46%	19%	23%	23%	27%	30%	21%	12%
Rörelsekapital / totala intäkter	-12%	9%	19%	-19%	-5%	-3%	17%	25%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,5x	0,4x	0,6x	0,9x

Källa: Iconovo, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-53	-89	-62	-95	-3	5	47	56
Soliditet	88%	96%	92%	92%	74%	75%	50%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,7x	0,0x	0,1x	0,6x	0,6x
Nettoskuld / EBITDA	13,2x	9,7x	4,9x	4,5x	0,1x	-0,1x	-10,5x	1,8x

Källa: Iconovo, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,67	-1,96	1,45
EPS, justerad	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-5,44	-4,67	-1,96	1,45
FCF per aktie	-0,91	-2,93	-3,67	-4,20	-8,94	-5,68	-4,04	-0,90
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	9,44	14,0	11,9	15,5	10,1	9,09	7,13	8,58
Antal aktier vid årets slut, m	6,78	7,78	7,78	8,85	8,85	10,2	10,2	10,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,78	6,85	7,78	8,85	8,85	10,2	10,2	10,2

Källa: Iconovo, EPB

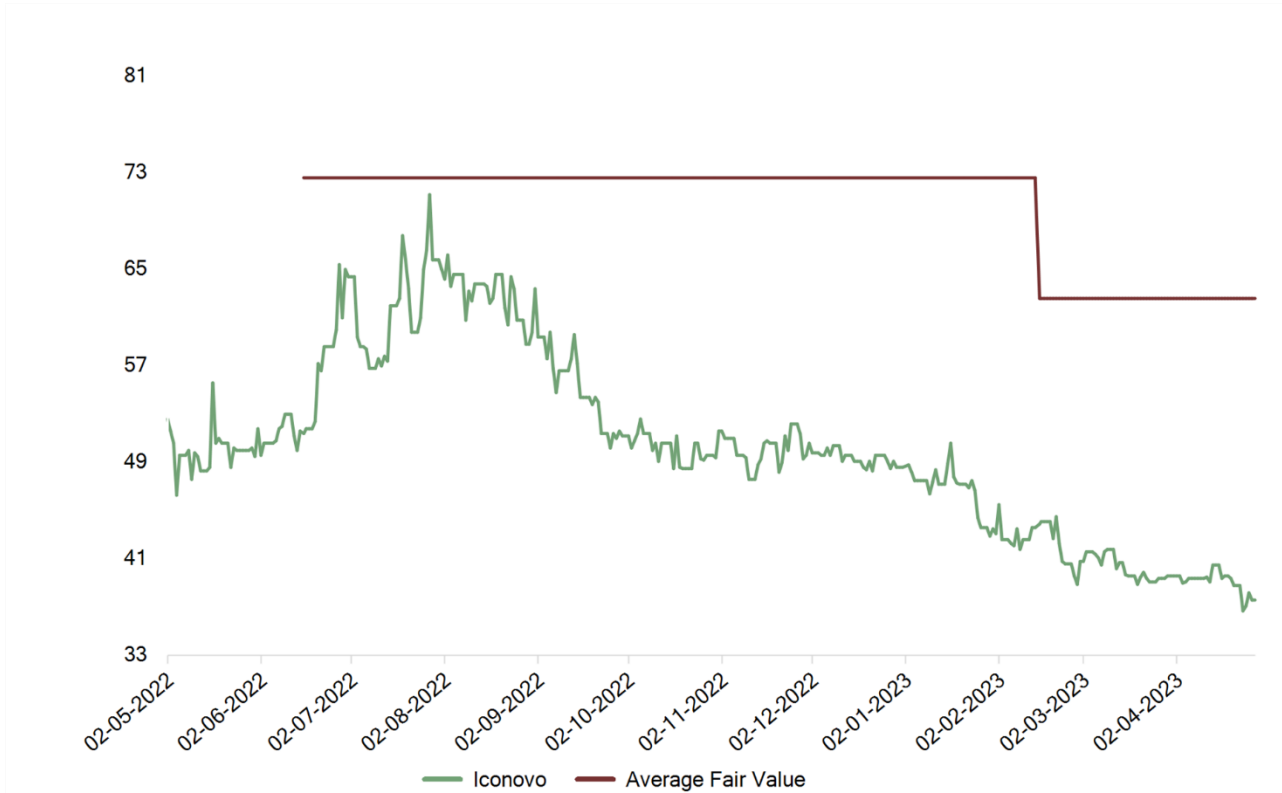
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,2x
P/EK	3,7x	5,6x	4,2x	5,0x	4,9x	4,2x	5,3x	4,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	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%
EV/Sales	12,4x	30,2x	14,4x	20,8x	8,6x	8,1x	4,4x	2,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,6x
EV	184	517	330	586	430	353	353	353
Aktiekurs	35,0	78,0	50,4	77,0	49,0	38,0	38,0	38,0

Källa: Iconovo, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Iconovo (ICO 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)