



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 02 maj 2023

Nanologica

Finjustering av produktionsprocessen fortsätter

Odramatiska siffror

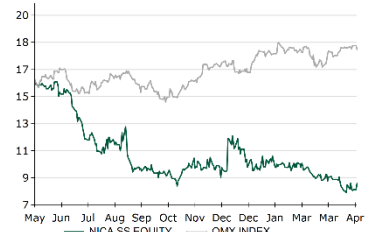
Rapporten för det första kvartalet visade på fortsatt låg försäljning som uppgick till 0,4 mkr (0,3), i linje med våra förväntningar. Mer positiv var utvecklingen för kostnaderna, där rörelsekostnaderna minskade till 12,2 mkr (15,0), lägre än vår förväntan som var i nivå med fjolåret. En anledning till detta är att satsningar inom affärsområdet drug development verkar ha nedprioriterats. De lägre kostnaderna slog igenom på resultatet och EBITDA förbättrades till -7,5 (-12,7). Bolagets finansiella ställning är stabil och per den sista mars uppgick likvida medel till 56,1 mkr.

Produktionsfrustration

Den låga försäljningen i kvartalet beror delvis på fortsatta utmaningarna att nå upp till önskvärd kvalitet för slutprodukten NLAB Saga (preparativ kromatografi). Tills bolaget är nöjda med produktionsresultatet sker inga leveranser till kunderna. Bolaget arbetar vidare med att finjusteringar produktionsprocessen. Någon tidsplan om när den kan komma att slutföras anges inte, men att bolaget håller kvar sitt finansiella mål för 2024 ger i alla fall en indikation om att det inte ska behöva handla om större fördröjningar.

Fördröjningar bakom lägre prognos

Vi justerar ned våra förväntningar för nettoomsättningen efter uppdateringen av läget. Dock räknar vi fortsatt med att en lösning kommer att nås under de närmaste månaderna, vilket i sin tur ska driva en stark försäljningsutveckling från slutet av året. Våra uppdaterade prognoser slår igenom på värderingen som även den justeras ned. Den främsta triggern för aktien är annonsering av stora volymavtal. Det skulle snabbt kunna leda till en förändrad syn på bolaget. Den främsta risken är ytterligare förseningar som i sin tur kan leda till ökat kapitalbehov.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	13 - 14 kr												
Totala intäkter	-26,6%	-5,6%	-8,5%	Totala intäkter	5	25	120	208	Aktiekurs	8,9 kr												
EBIT, just.	6,1%	-28,3%	-17,8%	Tillväxt	-74%	>100%	>100%	74%	Riskenivå	High												
EPS, just.	5,2%	-20,5%	-21,2%	EBITDA, just.	-39	-28	1	27	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-51	-41	-12	13														
Q2 - rapport	07 juli 2023			EPS, just.	-1,5	-1,3	-0,4	0,3														
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	2,0	0,8	0,4	0,8	<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		✓																				
Antal aktier	36m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	6,4%														
Börsvärde	322			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	46,5%														
Nettoskuld	14			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	15,2%														
EV	336			EV/Sales	75,3x	13,5x	2,8x	1,6x														
Free float	70%			EV/EBITDA	-	-	304,0x	12,5x														
Daglig handelsvolym, snitt	7k			EV/EBIT	-	-	-	26,2x														
Bloomberg Ticker	NICA SS EQUITY			P/E, just.	-	-	-	31,2x														
Analytiker				P/EK	4,9x	11,7x	22,2x	10,8x														
Klas Palin				FCF yield	-	-	-	4%														
klas.palin@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	0,0x	-1,4x	38,3x	1,3x														

Investment case

Efter att ha uppnått viktiga framsteg under de senaste åren ser vi nu förutsättningar för att Nanologica går in i en försäljningsmässigt stark fas. Produktionsuppskalningen inom affärsområdet kromatografi är i mål och leveranser till kund närmar sig. Bolaget har inlett förhandlingar med storkunder och om dessa är framgångsrika kan det betyda en mångdubbling av försäljningen redan inom något år. Senaste årets stora genombrott för flera peptidbaserade behandlingar, där silika används vid reningen under produktionsprocessen, kan underlätta för bolaget att bryta igenom som ny spelare. Inom bolagets andra affärsområde, drug development, ser vi en spännande potential, men vi ser risker för att det kan dröja tills värdena inom denna del av verksamheten blir synliga för oss på utsidan.

Bolaget är i ett intressant läge och vi ser utrymme för ett bra nyhetsflöde, när väl produktionsoptimeringen är avslutad. I väntan på bekräftade kundordrar är risknivån fortsatt hög.

Bolagsprofil

Nanologica utvecklar, tillverkar och marknadsför nanoporös silika (kiseldioxid) och bolaget har en unik specialistkompetens i att kontrollera dess form, storlek, porositet och ytegenskaper. Verksamheten indelas i två affärssegment: drug development och kromatografi. Bolaget är verksamt på flera platser runt om i världen med distributörer i Asien, Europa och Nordamerika. Huvudkontoret ligger i Södertälje, Sverige, där bolaget även har viss produktion. En storskalig produktionsenhet är även igångsatt i Storbritannien. Sedan den 29 mars 2022 handlas bolagets aktier på Nasdaq Stockholm Main Market.

Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en kassaflödesvärderingsmodell (DCF), som baseras på estimat för vartdera affärsområde till och med 2031. För att ta höjd för finansieringsbehov använder vi en WACC om 15 %. När vi diskonterar framtida kassaflöden får vi ett värde om 13,9 kr (14,5) per aktie. Vi justerar vårt motiverade värde till 13-14 kr (14-15).

Leveransstart fortsatt ett frågetecken

För att säkerställa att produktionen av NLAB Saga produkten (preparativ kromatografi) vid fabriken i Storbritannien håller den högsta kvalitet mot kund pågår en finjustering av processtegen. Detta håller tillbaka leveranskapaciteten mot kund och därmed nettoomsättningen som under perioden uppgick till 0,4 mkr (0,3), vilket var i linje med våra förväntningar. När bolaget kan tänkas komma i mål med sina processförbättringar anges inte. Vi noterar dock att målet för 2024 om en nettoomsättning som kan överstiga 100 mkr ligger kvar, vilket i alla fall ger en indikation om att det inte ska behöva handla om någon större fördröjning tidsmässigt.

Vi fick se en positiv utveckling av kostnaderna under första kvartalet och rörelsekostnaderna gick ned till 12,2 mkr (15,0). Här låg vår förväntan på 14,9 mkr. En anledning till lägre kostnader uppfattar vi kommer av nedprioritering inom affärsområdet drug development.

För perioden uppgick EBITDA till -7,5 (-12,7) och kassaflödet från den löpande verksamheten landade på -4,0 (-14,7), hjälpt av positiv rörelsekapitalförändring om 4,9 mkr. Vi räknar med en omvänd rörelsekapitaleffekt under innevarande kvartal. Värt att notera är den betydande investering som sker i produktionen under Q1'23 på omkring 8 mkr.

Bolagets finansiella ställning är under kontroll och per den sista mars uppgick likvida medel till 56,1 mkr.

Prognosförändringar

Vi känner en fortsatt hög osäkerhet kring våra prognoser och när den storskaliga produktionen kommer kunna leverera. För att ta höjd för att det kan dröja ytterligare ett tag innan större leveranser kan skeppas så tar vi ned försäljningsprognosen för i år. Bra kostnadskontroll motverkar dock delvis effekten från att ge fullt genomslag på lönsamheten.

Uppdaterade prognoser (mkr, kr)		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	18,5	113,5	198,6
	Tidigare	25,7	119,0	217,1
(%)		-28%	-5%	-9%
EBIT	Nya	-40,8	-12,1	12,8
	Tidigare	-43,5	-9,4	15,6
(%)		6%	-29%	-18%
EPS	Nya	-1,27	-0,43	0,28
	Tidigare	-1,34	-0,36	0,36
(%)		5%	-21%	-21%

Källa: EPB

Som vi påpekar ovan är osäkerheten i våra prognoser fortsatt hög i avsaknad av bekräftande ordrar från kunder. Därtill är det svårt att bedöma hur marginalerna kan komma att se ut från sådana potentiella storordrar. Att priset kan komma att vara en viktig konkurrensfaktor är nog rimligt att förvänta sig.

Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en DCF-modell som utgår ifrån specifika prognoser till och med 2031. Våra övergripande antaganden presenteras nedan. I nuläget åsätter vi en extrapremie om 1 % till vårt avkastningskrav och det återspeglar en osäkerhet som vi känner för när och hur omfattande ett volymsavtal inom preparativ kromatografi kan bli samt marginalerna från ett sådant. Efter uppdaterade prognoser uppgår vårt DCF-värde till 13,9 kr (14,5). Vi justerar vårt motiverade värde till 13-14 kr (14-15).

DCF-antaganden och värdering

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	209	Risikfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	309	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	518	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	14	Extra risk-premie	1,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	504			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	36				
Eget kapital per aktie (kr)	13,9				

Källa: EPB, Bolaget

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBITDA-marginal

WACC	Uthållig EBITDA-marginal				
	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
13,0%	15,9	17,0	18,2	19,3	20,4
14,0%	14,0	15,0	15,9	16,8	17,7
15,0%	12,4	13,2	13,9	14,7	15,5
16,0%	11,0	11,6	12,3	13,0	13,7
17,0%	9,8	10,4	11,0	11,6	12,1

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

WACC	Uthållig tillväxt				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
13,0%	17,1	17,6	18,2	18,8	19,5
14,0%	15,0	15,4	15,9	16,4	16,9
15,0%	13,3	13,6	13,9	14,3	14,7
16,0%	11,8	12,0	12,3	12,6	13,0
17,0%	10,5	10,7	11,0	11,2	11,5

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	9	16	13	2	18	113	199
Övriga rörelseintäkter	5	4	6	3	6	6	10
Totala intäkter	14	20	19	5	25	120	208
Bruttoresultat	9	16	11	3	14	58	113
Övriga rörelsekostnader	-24	-30	-36	-42	-42	-57	-86
EBITDA	-15	-14	-25	-39	-28	1	27
EBITDA, justerad	-15	-14	-25	-39	-28	1	27
Avskrivningar	-5	-6	-10	-12	-13	-13	-14
EBITA, justerad	-20	-20	-36	-51	-41	-12	13
EBIT	-20	-20	-36	-51	-41	-12	13
EBIT, justerad	-20	-20	-36	-51	-41	-12	13
Finansnetto	-1	-3	-4	-4	-5	-4	-3
Resultat före skatt	-21	-22	-40	-55	-46	-16	10
Resultat före skatt, justerad	-21	-22	-40	-55	-46	-16	10
Nettoresultat	-21	-22	-40	-55	-46	-16	10
Nettoresultat, justerad	-21	-22	-40	-55	-46	-16	10
Intäktstillväxt	-	41%	-8%	-74%	>100%	>100%	74%
Bruttomarginal	96,5%	99,2%	85,2%	>100%	78,5%	51,3%	57,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,4%
EPS, justerad	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,27	-0,43	0,28
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Nanologica, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-20	-20	-36	-51	-41	-12	13
Övriga kassaflödesposter	5	4	1	7	3	6	9
Förändringar i rörelsekapital	6	-28	-12	-1	14	12	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-10	-43	-46	-45	-24	6	17
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-7	-7	-7	-12	-7	-5
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-31	-7	-7	-7	-12	-7	-5
Fritt kassaflöde	-40	-50	-54	-52	-36	-1	12
Nyemission / återköp	20	115	-2	112	-4	-3	-20
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	20	115	-2	112	-4	-3	-20
Kassaflöde	-21	65	-55	59	-39	-4	-9
Nettoskuld	25	-29	23	1	38	42	35

Källa: Nanologica, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	13	14	14	16	22	24	25
Materiella anläggningstillgångar	1	2	2	3	4	4	5
Övriga anläggningstillgångar	29	29	25	19	17	18	20
Summa anläggningstillgångar	43	45	42	38	43	46	50
Varulager	4	5	2	1	6	21	31
Kundfordringar	3	30	43	45	36	24	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	66	11	70	31	27	19
Summa omsättningstillgångar	8	101	57	117	73	71	70
SUMMA TILLGÅNGAR	51	146	98	155	115	118	120
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	5	93	52	73	27	14	30
Summa eget kapital	5	93	52	73	27	14	30
Långfristiga räntebärande skulder	26	35	32	67	67	67	50
Övriga långfristiga skulder	7	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	33	36	32	68	68	68	51
Kortfristiga räntebärande skulder	0	3	2	4	2	3	4
Övriga kortfristiga skulder	13	15	12	9	19	33	35
Summa kortfristiga skulder	13	18	14	14	21	35	39
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	51	146	98	155	115	118	120

Källa: Nanologica, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	41%	-8%	-74%	>100%	>100%	74%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	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.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	96,5%	99,2%	85,2%	>100%	78,5%	51,3%	57,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%	13,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%	13,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,2%

Källa: Nanologica, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	47%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21%

Källa: Nanologica, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	27%	23%	13%	24%	23%	17%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	>100%	>100%	>100%	>100%	20%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	54%	59%	40%	32%	48%	62%	45%
Rörelsekapital / totala intäkter	-39%	99%	>100%	>100%	93%	9%	8%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,2x	0,2x	0,0x	0,3x	1,4x	2,5x

Källa: Nanologica, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	25	-29	23	1	38	42	35
Soliditet	11%	64%	52%	47%	24%	12%	25%
Nettoskulsättningsgrad	4,6x	-0,3x	0,4x	0,0x	1,4x	2,9x	1,2x
Nettoskuld / EBITDA	-1,7x	2,1x	-0,9x	0,0x	-1,4x	38,3x	1,3x

Källa: Nanologica, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,27	-0,43	0,28
EPS, justerad	-1,27	-0,80	-1,41	-1,53	-1,27	-0,43	0,28
FCF per aktie	-2,43	-1,80	-1,91	-1,45	-0,99	-0,02	0,33
Eget kapital per aktie	0,33	3,35	1,83	2,02	0,76	0,40	0,82
Antal aktier vid årets slut, m	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1	36,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1	36,1

Källa: Nanologica, EPB

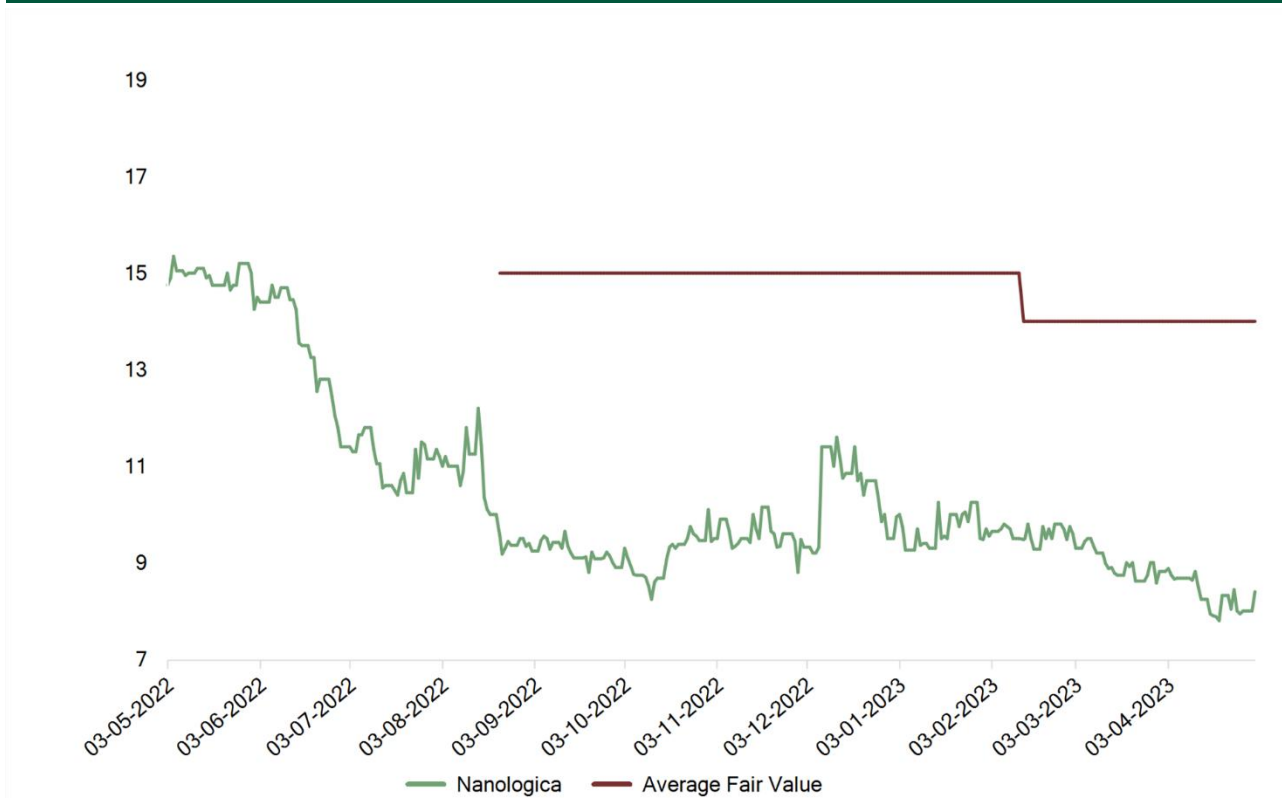
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31,2x
P/EK	31,3x	3,0x	5,6x	4,9x	11,7x	22,2x	10,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
Direktavkastning	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%
EV/Sales	13,7x	12,7x	16,8x	75,3x	13,5x	2,8x	1,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	304,0x	12,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,2x
EV	194	254	310	362	336	336	336
Aktiekurs	10,2	10,2	10,2	10,0	8,9	8,9	8,9

Källa: Nanologica, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Nanologica (NICA 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