



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 02 maj 2023

Corline Biomedical

Snart dags för Renaparin

Fortsatt starkt på intäktssidan

Corline levererade under torsdagen en stark rapport som var i linje med våra förväntningar. Försäljningen växte över 100% y/y och landade på 7,4 mkr. All försäljning inom den medicintekniska verksamheten är fortsatt i ett prekommersiellt stadie och volymerna är därav relativt låga (men kraftigt växande). Rörelseresultatet kom in på 1,0 mkr (-0,8 mkr) och kassan i slutet av perioden uppgick till cirka 20 mkr.

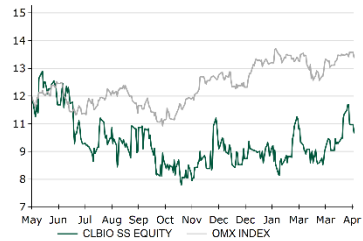
Vi förväntar oss studiestart för Renaparin under Q3

Corline kommer att skicka in en ny ansökan för studiestart i Tyskland och Österrike för sin fas II-studie med Renaparin (RENAPAIR 02) och har sedan tidigare grönt ljus att starta i Storbritannien. Parallellt pågår arbetet med tillverkning av studieläkemedel. Vårt huvudscenario är att studien kan starta någon gång under det tredje kvartalet i år.

Vi antar i nuläget att Renaparin kommer att licensieras ut till en partner efter positiva fas II-resultat (riskjusterat med 40%) under 2024, vilket förklarar den dramatiska intäktsökningen under 2024. Vi behåller i nuläget denna tidslinje, men kommer följa patientrekryteringen och kalibrera tidslinjen allt eftersom vi ser hur rekryteringen löper på.

Ett bra val i sektorn

Efter rapporten gör vi inga estimatjusteringar och vi upprepar vårt motiverade värde om 31–33 kronor per aktie. Corline-aktien har utvecklats starkt under den senaste månaden och vi ser fortsatt aktien som ett bra val i sektorn då bolaget närmar sig kassaflödespositivitet och därmed har en lägre riskprofil jämfört med andra bolag – till en fortsatt god potential på sikt.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|---------------------------|------|------|---------------------|--------|-------|-------|----------------|--|------------|--|-----|----|-------------------|--|---|-------------------|--|---|-------------------|--|---|
| | 23e | 24e | 25e | | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | Motiverat värde | 31 - 33 kr | | | | | | | | | | | | |
| Totala intäkter | 0,0% | 0,0% | 0,0% | Totala intäkter | 33 | 45 | 188 | 122 | Aktiekurs | 10,2 kr | | | | | | | | | | | | |
| EBITDA, just. | 0,0% | 0,0% | 0,0% | Tillväxt | 93% | 34% | >100% | -35% | Riskenivå | High | | | | | | | | | | | | |
| EPS, just. | 0,0% | 0,0% | 0,0% | EBITDA, just. | 2 | -1 | 139 | 76 | <div>Kursutveckling 12 mån</div>  | | | | | | | | | | | | | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 2 | -1 | 139 | 76 | | | | | | | | | | | | | | |
| Q2 - rapport | 25 augusti 2023 | | | EPS, just. | 0,1 | 0,0 | 5,1 | 2,8 | | | | | | | | | | | | | | |
| Q3 - rapport | 10 november 2023 | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | -45% | | | | | | | | | | | | | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | EK/aktie | 4,4 | 4,4 | 9,5 | 12,3 | <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 | 22m | | | Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | | | | | | | | | | | | | |
| Börsvärde | 219 | | | EBIT-marginal | 9,9% | Neg. | 74,1% | 62,3% | | | | | | | | | | | | | | |
| Nettoskuld | -20 | | | ROE, just. | 2,5% | Neg. | 74,1% | 25,8% | | | | | | | | | | | | | | |
| EV | 199 | | | ROCE, just. | 2,5% | Neg. | 93,4% | 32,5% | | | | | | | | | | | | | | |
| Free float | 70% | | | EV/Sales | 5,2x | 4,9x | 1,2x | 1,8x | | | | | | | | | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 12k | | | EV/EBITDA | 72,1x | - | 1,6x | 2,9x | | | | | | | | | | | | | | |
| Bloomberg Ticker | CLBIO SS EQUITY | | | EV/EBIT | 73,9x | - | 1,6x | 2,9x | | | | | | | | | | | | | | |
| Analytiker | | | | P/E, just. | 85,1x | - | 2,0x | 3,6x | | | | | | | | | | | | | | |
| Ludvig Svensson | ludvig.svensson@penser.se | | | P/EK | 2,1x | 2,3x | 1,1x | 0,8x | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | FCF yield | - | - | 57% | 34% | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | -11,0x | 26,5x | -1,0x | -2,9x | | | | | | | | | | | | | | |

Investment case

Corline har byggt ett bolag baserat på sin unika plattformsteknologi Corline Heparin Surface (CHS). Heparin är en blodförtunnare som använts i klinisk praxis i över 50 år. Genom att ytbelägga objekt med ett egenutvecklat heparinkonjugat har Corline möjlighet att lindra de trombos- och immunreaktioner som kan uppstå när medicinska implantat och organ sätts in i mottagarens kropp. Bolaget har två konkreta ben: medicinteknik och bioteknik.

Medicinteknik – ytbeläggning av medicinska implantat för att förbättra blodkompatibilitet och minska inflammation

Bioteknik – utvecklar Renaparin, ett läkemedel som ska förbättra utfallet vid njurtransplantation

Inom medicinteknik bedriver Corline en partnerstrategi och har hittills knutit avtal med tre olika kunder, med en sammanlagd potential att inom några år generera 135 miljoner kronor i årliga intäkter (60–80% EBIT-marginal). Inom bioteknik har ledande projektet Renaparin visat på goda säkerhetsdata i en fas I-studie, och beräknas av ledningen att under 2023 gå in i en fas II-studie för att för första gången studera effekt.

I vår mening är Corline ett missförstått case. Vi bedömer att aktiemarknaden har svårt att värdera bolaget då det kan upplevas som spretigt. I vår värld kan det hjälpa att se bolaget som två separata verksamheter i en: medicinteknik och bioteknik. Inom medicinteknikdelen kan investerare förvänta sig återkommande intäkter om upp till 135 mkr (80–110 mkr EBIT) per år med nuvarande avtal - som samtidigt också signifikant kommer att minska bolagets beroende av att behöva ta in nytt kapital från aktiemarknaden. Corline befinner sig även i diskussioner med fler kunder - vilket kan ge ytterligare uppsida i våra estimat.

Vi ser en signifikant uppsida från dagens värdering endast baserat på medicinteknikdelen av verksamheten. Därtill får investerare Renaparin som en ytterligare värdedrivare i caset. Givet den kostnadseffektiva organisationen och de förväntade intäkterna från avtalen inom medicinteknik bedömer vi att Corline inte är långt ifrån att bli kassaflödespositiva, vilket vi ser som ett intressant läge för investerare att titta närmare på bolaget.

Bolagsprofil

Corline Biomedical arbetar med den kroppsegna substansen heparin och har utvecklat en portfölj med läkemedelskandidater för användning inom medicinteknik och bioteknik. Genom att ytbelägga medicinska implantat och organ med heparin är ambitionen att dessa ska leda till en högre acceptans i kroppen och på så sätt leda till bättre utfall för patienter.

Värdering

Vi använder en sum-of-the-parts-modell (SOTP) vid vår värdering av Corline. Med ett avkastningskrav om 15% landar vi på en värdering om ~720 mkr, eller 33 kr per aktie. Vi anser att en SOTP-värdering är att föredra då det tydliggör värdena i bolagets olika verksamhetsområden.

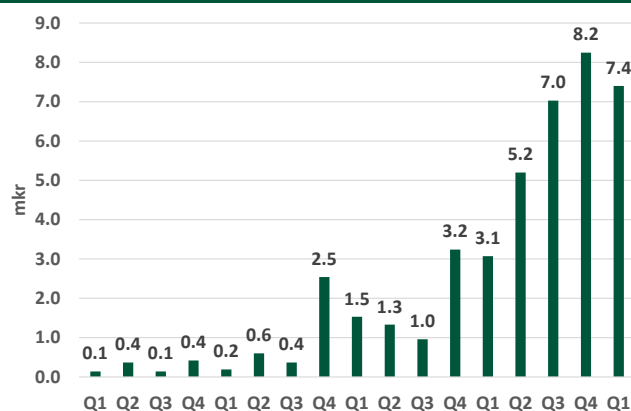
Q1-rapporten

Corline levererade under torsdagen en stark rapport som var i linje med våra förväntningar. Försäljningen växte över 100% y/y och landade på 7,4 mkr. All försäljning inom den medicintekniska verksamheten är fortsatt i ett prekommersiellt stadi och volymerna är därav relativt låga (men kraftigt växande). Rörelseresultatet kom in på 1,0 mkr (-0,8 mkr), vilket var i linje med våra förväntningar. Kassan i slutet av perioden uppgick till cirka 20 mkr.

Gällande fas II-studien med Renaparin kommer Corline att skicka in en ny ansökan i Tyskland och Österrike. Studien har sedan tidigare godkännande att starta i Storbritannien och vi ser det som en möjlighet att patientrekrytering kan påbörjas här innan godkännanden erhållits i Tyskland och Österrike. Parallellt med detta pågår arbetet med tillverkning av studieläkemedel till fas II-studien. Vårt huvudscenari är att studien kan starta någon gång under det tredje kvartalet i år.

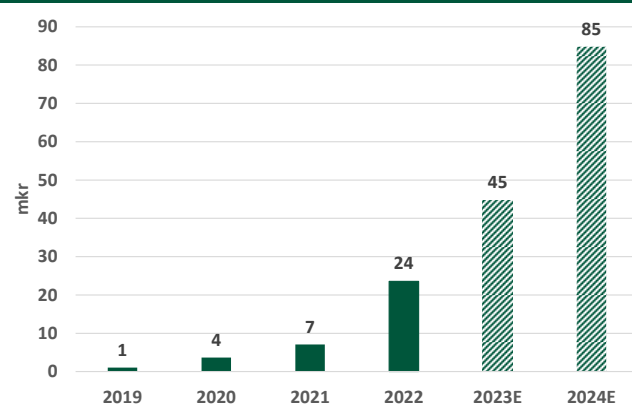
Som vi kan utläsa ur graferna nedan har Corlines försäljning på kvartalsbasis ökat markant från och med 2022. Vi förväntar oss fortsatt stark tillväxt härifrån drivet av att Corlines kunder flyttar fram positionerna med sina produkter och ökar användningen av CHS.

Försäljning CHS, kvartalsbasis (2019–2023)



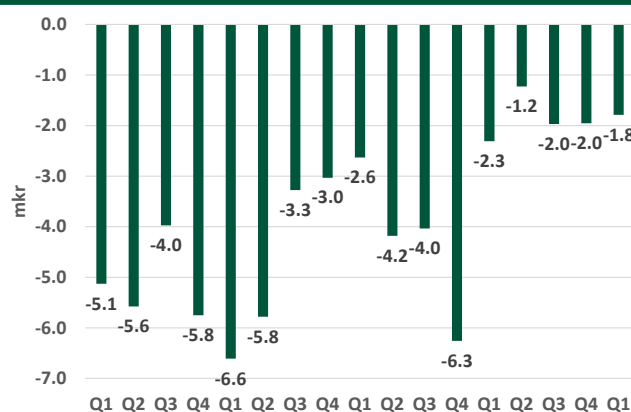
Källa: Bolaget, EPB

Försäljning CHS, årsbasis (2019–2024)



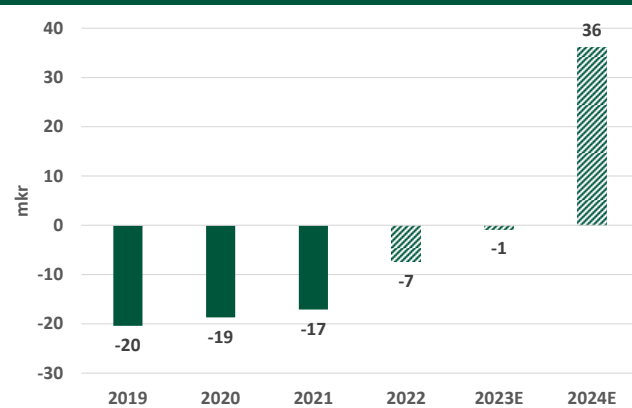
Källa: Bolaget, EPB

Justerat EBIT CHS*, kvartalsbasis (2019–2023)



Källa: Bolaget, EPB

Justerat EBIT CHS*, kvartalsbasis (2019–2024)



Källa: Bolaget, EPB

Tydliga framsteg för Kardium under kvartalet

Under det första kvartalet har Corlines kund Kardium presenterat nya data med sin Globe-kateter (för behandling vid hjärtarytmi) som är ytbelagd med Corlines CHS-yta. De data som presenterades visade att ytbeläggning med Corlines heparinkonjugat hade en bättre säkerhetsprofil jämfört med konkurrerande ytbeläggningsteknologier. Dessutom visades ett användarcase från en studie i Tjeckien där man demonstrerade enkelheten och snabbheten för produkten.

Vi vet sedan tidigare att CHS har goda data i djurmodeller och de resultat som nu genererats är ytterligare en validering av Corlines ytbeläggningsteknik. Det kanske viktigaste med nyheten är att den ytbelagda Globe-katetern i studien visar på en relativt låg patientrisk. Detta, i kombination med användarvänligheten, tycker vi bådar gott för en kommande kommersiell lansering av produkten.

Vidare meddelade Kardium under kvartalet att den första patienten blivit behandlad i den registreringsgrundande "PULSAR-studien". Enligt clinicaltrials.gov kommer studien att rekrytera totalt 449 patienter och det primära effektmåttet kommer att läsas ut tolv månader efter behandling. Det här är en milstolpe för Corline och det avtal bolaget har med Kardium. Detta är den sista studien som krävs innan ett potentiellt marknadsgodkännande kan erhållas för produkten. Det är dessutom första gången som en produkt med CHS-yta utvärderas i klinik i USA.

Vi avser att återkomma när Kardium, förhoppningsvis, ger ytterligare uppdateringar kring rekryteringen till studien, vilket kommer att ge oss en tydligare bild kring när vi kan vänta oss ett godkännande av produkten.

Värdering

DCF

| Valuation output | | WACC assumptions | | Sensitivity analysis | | | | | |
|---|------------|------------------------|-------|----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 697 | Risk free nominal rate | 2.5% | WACC | 13% | 14% | 15% | 16% | 17% |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 0 | Market risk premium | 5.5% | NPV | 809 | 741 | 717 | 677 | 641 |
| Enterprise value | 697 | Small cap premium | 6.0% | NPV/share | 38 | 35 | 33 | 32 | 30 |
| Latest net debt | -20 | Extra risk premium | 1.0% | | | | | | |
| Equity value | 717 | WACC | 15.0% | | | | | | |
| No. of shares outstanding (millions) | 21.5 | | | | | | | | |
| Equity value per share (SEK) | 33 | | | | | | | | |

| Implicit multipl. | 2023e | Terminal value assumptions | |
|---------------------|-------|----------------------------|-----|
| EV/Sales | 5.0 | Long term growth rate | nm. |
| EV/EBITDA | nm. | Long term EBIT margin | nm. |
| EV/EBIT | nm. | Depreciation (% of sales) | nm. |
| EV/NOPLAT | nm. | Capex (% of sales) | nm. |
| P/E | nm. | Working cap. (% of sales) | nm. |
| ROIC/WACC | nm. | Tax rate | nm. |
| Current Share price | 10.2 | | |

Källa: Bolaget, EPB

| Resultaträkning | | | | | | |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Nettoomsättning | 4 | 7 | 24 | 45 | 188 | 122 |
| Övriga rörelseintäkter | 11 | 10 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| Totala intäkter | 15 | 17 | 33 | 45 | 188 | 122 |
| Bruttoresultat | 15 | 17 | 33 | 45 | 188 | 122 |
| Övriga rörelsekostnader | -22 | -24 | -31 | -46 | -49 | -46 |
| EBITDA | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| EBITDA, justerad | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| EBITA, justerad | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| EBIT | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| EBIT, justerad | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| Resultat före skatt | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| Resultat före skatt, justerad | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| Total skatt | 0 | 0 | 0 | 0 | -29 | -16 |
| Nettoresultat | -7 | -7 | 2 | -1 | 111 | 61 |
| Nettoresultat, justerad | -7 | -7 | 2 | -1 | 111 | 61 |
| Intäktsstillväxt | - | 14% | 93% | 34% | >100% | -35% |
| Bruttomarginal | >100% | >100% | >100% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 9,9% | Neg. | 74,1% | 62,3% |
| EPS, justerad | -0,40 | -0,33 | 0,11 | -0,03 | 5,14 | 2,81 |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | -45% |

Källa: Corline Biomedical, EPB

| Kassaflödesanalys | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| EBIT | -7 | -7 | 2 | -1 | 139 | 76 |
| Förändringar i rörelsekapital | 2 | 2 | -9 | 3 | -6 | 7 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -5 | -5 | -6 | 2 | 134 | 83 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | -9 | -10 | -9 | -8 | -8 | -8 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -9 | -10 | -9 | -8 | -8 | -8 |
| Fritt kassaflöde | -14 | -15 | -15 | -6 | 125 | 75 |
| Nyemission / återköp | 0 | 47 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 0 | 47 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | -14 | 33 | -15 | -6 | 125 | 75 |
| Nettoskuld | -9 | -42 | -26 | -20 | -145 | -220 |

Källa: Corline Biomedical, EPB

| Balansräkning | | | | | | |
|--|-----------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| TILLGÅNGAR | | | | | | |
| Övriga immateriella tillgångar | 47 | 57 | 66 | 74 | 82 | 90 |
| Materiella anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Summa anläggningstillgångar | 48 | 57 | 66 | 74 | 82 | 90 |
| Kundfordringar | 1 | 2 | 2 | 2 | 26 | 15 |
| Övriga omsättningstillgångar | 1 | 1 | 8 | 2 | 11 | 6 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 9 | 42 | 26 | 20 | 145 | 220 |
| Summa omsättningstillgångar | 11 | 45 | 36 | 24 | 183 | 241 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 58 | 102 | 102 | 98 | 265 | 331 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | |
| Eget kapital | 52 | 92 | 95 | 94 | 204 | 265 |
| Summa eget kapital | 52 | 92 | 95 | 94 | 204 | 265 |
| Övriga långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 29 | 44 |
| Summa långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 29 | 44 |
| Leverantörsskulder | 1 | 2 | 4 | 2 | 19 | 12 |
| Övriga kortfristiga skulder | 5 | 7 | 3 | 2 | 13 | 10 |
| Summa kortfristiga skulder | 6 | 9 | 7 | 4 | 32 | 22 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 58 | 102 | 102 | 98 | 265 | 331 |

Källa: Corline Biomedical, EPB

| Tillväxt och marginaler | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Intäkstillväxt | - | 14% | 93% | 34% | >100% | -35% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | -45% |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | -45% |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | -45% |
| Bruttomarginal | >100% | >100% | >100% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | 10,1% | Neg. | 74,1% | 62,3% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 10,1% | Neg. | 74,1% | 62,3% |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | 9,9% | Neg. | 74,1% | 62,3% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 9,9% | Neg. | 74,1% | 62,3% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 9,9% | Neg. | 58,8% | 49,4% |

Källa: Corline Biomedical, EPB

| Avkastning | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | 2% | Neg. | 74% | 26% |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | 2% | Neg. | 93% | 32% |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | 4% | Neg. | >100% | >100% |

Källa: Corline Biomedical, EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|------|------|------|-------|-------|-------|
| Kundfordringar / totala intäkter | 6% | 13% | 5% | 5% | 14% | 12% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 28% | 39% | 23% | 9% | 66% | 48% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -30% | -36% | 8% | - | 3% | -1% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,3x | 0,2x | 0,4x | 0,5x | 0,9x | 0,5x |

Källa: Corline Biomedical, EPB

Finansiell ställning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -9 | -42 | -26 | -20 | -145 | -220 |
| Soliditet | 89% | 91% | 93% | 96% | 77% | 80% |
| Nettoskulsättningsgrad | -0,2x | -0,5x | -0,3x | -0,2x | -0,7x | -0,8x |
| Nettoskuld / EBITDA | 1,2x | 5,9x | -11,0x | 26,5x | -1,0x | -2,9x |

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiedata

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,40 | -0,33 | 0,11 | -0,03 | 5,14 | 2,81 |
| EPS, justerad | -0,40 | -0,33 | 0,11 | -0,03 | 5,14 | 2,81 |
| FCF per aktie | -0,76 | -0,68 | -0,72 | -0,30 | 5,83 | 3,48 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | 2,86 | 4,29 | 4,40 | 4,37 | 9,51 | 12,3 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 18,2 | 21,5 | 21,5 | 21,5 | 21,5 | 21,5 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 18,2 | 21,5 | 21,5 | 21,5 | 21,5 | 21,5 |

Källa: Corline Biomedical, EPB

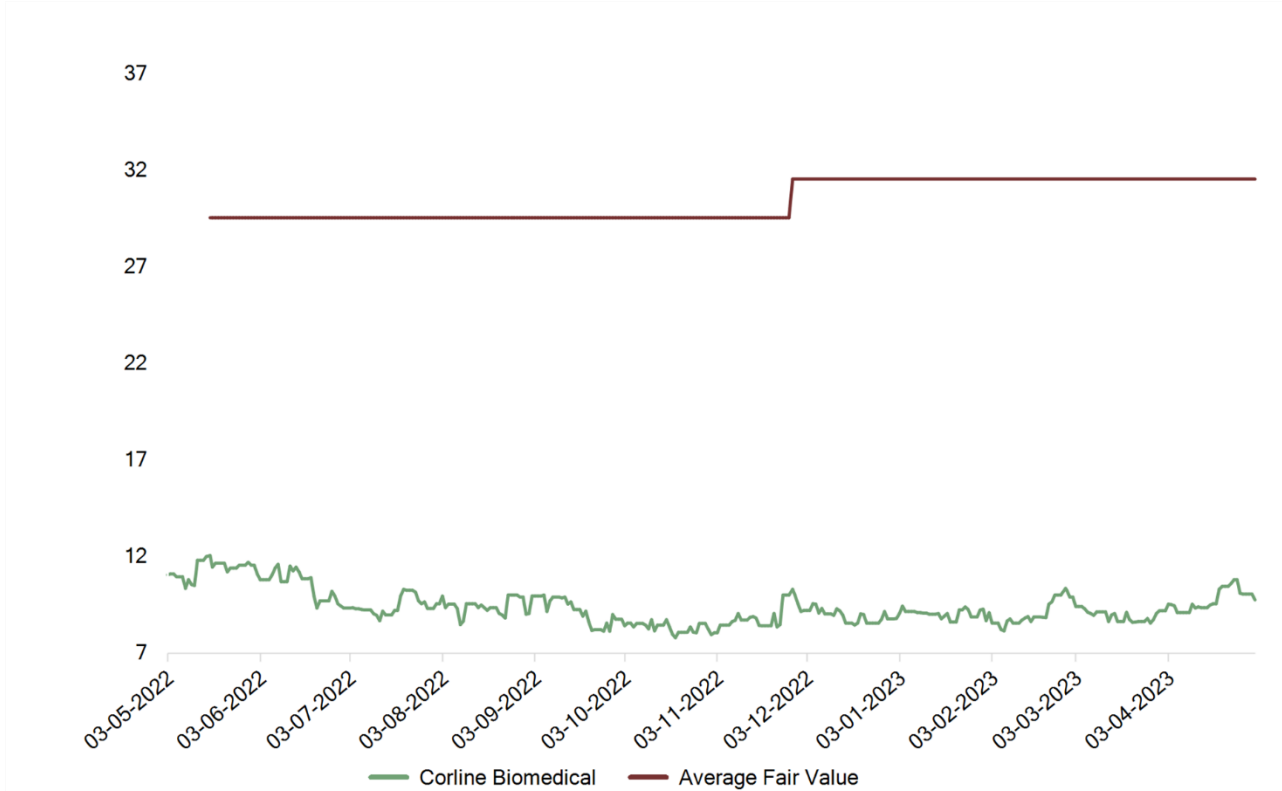
Värdering

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | 85,1x | Neg. | 2,0x | 3,6x |
| P/EK | 5,1x | 3,4x | 2,1x | 2,3x | 1,1x | 0,8x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,7x | 2,9x |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 57% | 34% |
| Direktavkastning | 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% |
| EV/Sales | 16,9x | 15,8x | 5,2x | 4,9x | 1,2x | 1,8x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | 72,1x | Neg. | 1,6x | 2,9x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | 73,9x | Neg. | 1,6x | 2,9x |
| EV | 256 | 272 | 172 | 219 | 219 | 219 |
| Aktiekurs | 14,5 | 14,6 | 9,2 | 10,2 | 10,2 | 10,2 |

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Corline Biomedical (CLBIO 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