



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 17 maj 2023

Calliditas Therapeutics

Svag försäljning - positiva trender för Q2

En rapport under försäljningsestimaten

Calliditas rapporterade för Q1 en försäljning om 191 mkr jämfört med våra estimat om 250 mkr. I kvartalet stod TARPEYO-försäljningen för 186 mkr, vilket kan jämföras med 167 mkr under Q4 2022. Vi tycker att denna utveckling är svag, men förklaras främst av att januari såg ett ovanligt lågt patientinflöde (vilket är den viktigaste månaden för intäkterna under Q1), samt en långsammare konverteringstakt. Totalt uppgick antal nya förskrivningar till 408 under kvartalet, där mars var den starkaste månaden hittills.

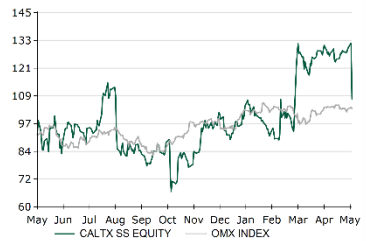
Bolaget upprepar sin guidance om 120–150 usd i försäljningen för TARPEYO under 2023, men betonade att den övre delen av intervallet kommer att vara utmanande att nå.

Överdriven nedgång i aktien – vi ser ett starkt Q2 framför oss

Aktien tappade nära 20% under tisdagen och det är tydligt att marknaden hade högre förhoppningar på försäljningsutvecklingen. Vi anser att en nedgång var befogad, men att magnituden var för stor. Vi bedömer att den goda utvecklingen av förskrivningar i Q1 kommer att översätta till ökande försäljningssiffror under Q2 och resten av 2023.

Något lägre motiverat värde

Efter rapporten sänker vi våra försäljningsestimat till det lägre intervallet av bolagets guidance för 2023 (~120 musd). Det här har en negativ effekt på vårt motiverade värde som nu uppgår till 300–310 kronor (310–320) per aktie. Vårt långsiktiga investeringscase i bolaget är intakt och Q2-rapporten kommer att vara en mycket viktig pusselbit för att bekräfta att det fortsatt finns ett tydligt momentum i lanseringen.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	300 - 310 kr												
Totala intäkter	-15,2%	-4,9%	-4,5%	Totala intäkter	803	1 315	2 969	5 294	Aktiekurs	107 kr												
EBITDA, just.	-887%	-11,9%	-7,6%	Tillväxt	>100%	64%	>100%	78%	Riskenivå	High												
EPS, just.	-1010%	-17,0%	-9,7%	EBITDA, just.	-422	-251	1 178	3 213	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q2 - rapport17 augusti 2023</div> <div>Q3 - rapport16 november 2023</div>				EBIT, just.	-422	-266	1 163	3 198														
				EPS, just.	-6,9	-4,9	18,7	42,2														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier59m</div> <div>Börsvärde6 342</div> <div>Nettoskuld-290</div> <div>EV6 052</div> <div>Free float68%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt276k</div> <div>Bloomberg TickerCALTX SS EQUITY</div>				EK/aktie	13,0	8,3	27,3	69,7	<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		✓																
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	39,2%	60,4%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	>100%	86,9%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	61,0%	86,2%														
				EV/Sales	6,3x	4,8x	2,1x	1,2x														
EV/EBITDA	-	-	5,4x	2,0x																		
EV/EBIT	-	-	5,5x	2,0x																		
P/E, just.	-	-	5,7x	2,5x																		
P/EK	7,1x	12,9x	3,9x	1,5x																		
FCF yield	-	-	19%	41%																		
Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,5x	-1,2x	-1,2x																		

Investment case

Nefecon, en omformulering av budesonid, lanserades i USA och Europa under 2022 som det första godkända läkemedlet för patienter med IgA-nefrit. Nefecon har i två större randomiserade, kontrollerade studier, visat sig leda till en signifikant reduktion i proteinuri och stabilisering av patienters njurfunktion efter 9 månader. Vi bedömer att Nefecon kommer att attrahera ett stort intresse bland nefrologer vid lansering, vilket vi ser indikationer på i de senaste kvartalsrapporterna.

Läkemedel som slår konsensus första året på marknad tenderar att fortsätta att överprestera marknadens förväntningar. Det initiala marknadsupptaget är därför, enligt oss, en viktig pusselbit för att förutspå den kommersiella framgången för Nefecon. Dessutom tenderar aktiemarknaden att snabbt skifta fokus från klinisk pipeline till försäljningssiffror, då ett biotechbolag går kommersiellt. Vi ser att ett snabbt marknadsupptag är och kommer att vara en stor trigger för aktien.

Vi menar att flertalet faktorer (oral formulering, väldokumenterad säkerhetsprofil, brist på alternativa behandlingar) talar för ett bra marknadsupptag. I takt med att Calliditas börjar generera intäkter ser vi att även generalistinvestorer kommer att attraheras av caset, givet de (mycket) låga framtida försäljnings- och vinstmultiplarna.

Bolagsprofil

Calliditas är ett svenskt bolag fokuserat på läkemedelsutveckling. Bolaget grundades 2004 under namnet Pharmalink och fokuserar på att utveckla och kommersialisera läkemedel mot njur- och leversjukdomar. Calliditas kommersialiserar Nefecon själva i USA genom en egen försäljningsstyrka. I Europa, Kina och Japan har bolaget valt en partnerstrategi - där STADA kommer sälja Nefecon i Europa, Everest Medicines i Kina och Viatris i Japan. Utöver IgAN bedriver Calliditas även forskning inom andra sällsynta läkemedelsindikationer med stora medicinska behov.

Värdering

Vår sum-of-the-parts-modell indikerar ett värde på 300–310 kr per aktie för Calliditas. I värderingen har vi räknat på varje enskild indikation som en egen verksamhet och summerat dessa för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vi har endast inkluderat de indikationer där Calliditas har pågående studier, alternativt en uttalad plan att bedriva studier inom. Detta innebär också att vi endast inkluderar kostnader för de projekt som vi värderar.

En rapport under försäljningsestimaten – vi tror på ett ljusare Q2

Calliditas rapporterade för Q1 en försäljning om 191 mkr jämfört med våra estimat om 250 mkr. I kvartalet stod TARPEYO-försäljningen för 186 mkr, vilket kan jämföras med 167 mkr under Q4 2022. Vi tycker att denna utveckling är svag, men förklaras främst av att januari såg ett ovanligt lågt patientinflöde (vilket är den viktigaste månaden för intäkterna under Q1). Totalt uppgick antal nya förskrivningar till 408 under Q1. Bolaget upprepar dock sin guidance om 120–150 usd i försäljningen för TARPEYO under 2023 och menar att mars har varit mycket stark sett till patientinflöde. Under eftermiddagens konferenssamtal betonade ledningen att det övre intervallet av försäljningsguidance kommer att vara utmanande att nå.

Q1 2023 - EPB-estimat och utfall

	Q1 23A	Q1 23 (EPB)	Q1 22A
Nettoomsättning	191	250	50
Kostnad sålda varor	-9	-11	-1
Bruttoresultat	182	239	49
OPEX	-362	-339	-257
EBIT	-180	-100	-208
Finansnetto	-28	0	3
EBT	-208	-100	-211
Skatt	21	0	4
Periodens resultat	-188	-100	-207
<i>Tillväxt y/y</i>	285%	403%	N/A
<i>Bruttomarginal</i>	95%	96%	98%
<i>Rörelsemarginal</i>	N/A	N/A	N/A

Källa: Bolaget, EPB

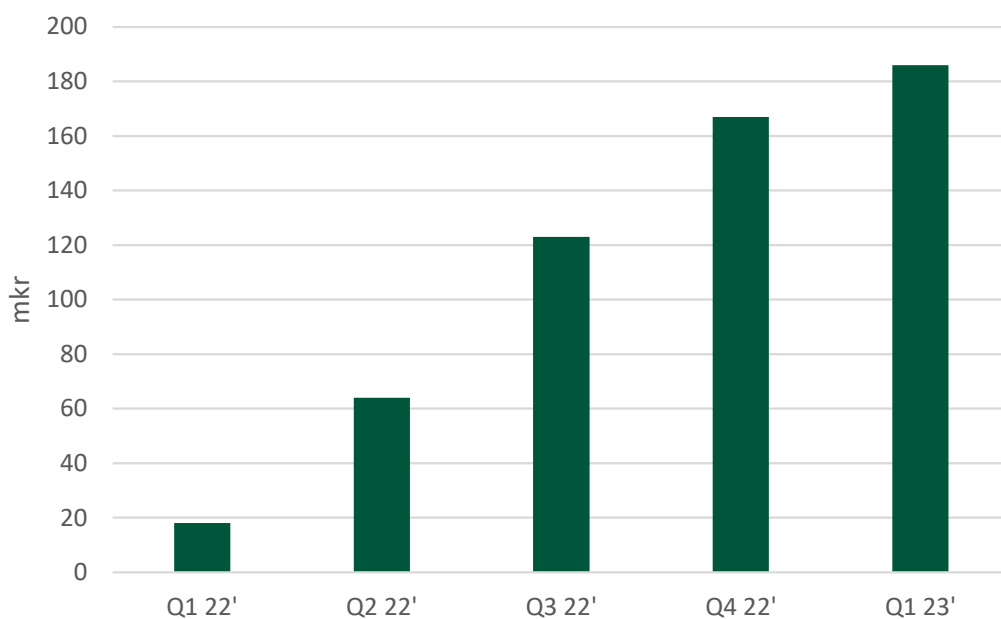
Efter rapporten sänker vi våra försäljningsestimat till det lägre intervallet av bolagets guidance för 2023 (~120 musd). Vi kalibrerar även rörelsekostnader en aning. Vi räknar nu med att bolaget når positiv EBIT under Q4 2023.

Kvartalsestimat 2023

	Q1	Q2	Q3	Q4E	2023E
Nettoomsättning	191	267	365	492	1315
<i>Varav produktförsäljning</i>	186	251	336	428	1201
<i>Varav royaltys/milstolpebetalningar</i>	5	16	29	64	114
Kostnad sålda varor	-9	-14	-17	-20	-60
Bruttoresultat	182	253	348	472	1255
Forsknings- och utvecklingskostnader	-127	-127	-129	-130	-513
Administrations- och försäljningskostnader	-240	-240	-243	-250	-973
Övriga rörelsekostnader	4	-7	-8	-9	-20
Rörelseresultat	-180	-121	-32	83	-251
Finansnetto	-28	-10	-10	-11	-59
Resultat före skatt	-208	-131	-42	72	-310
Skatt	20	10	5	0	35
Periodens resultat	-188	-121	-37	72	-275
<i>Bruttomarginal</i>	95%	95%	95%	96%	95%
<i>Rörelsemarginal</i>	nm	nm	nm	17%	nm

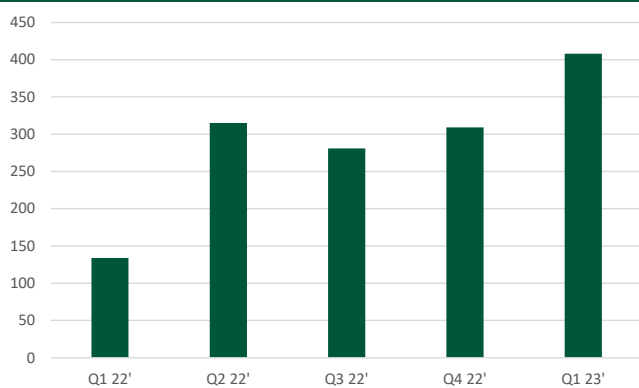
Källa: EPB

TARPEYO-försäljning (kvartal)



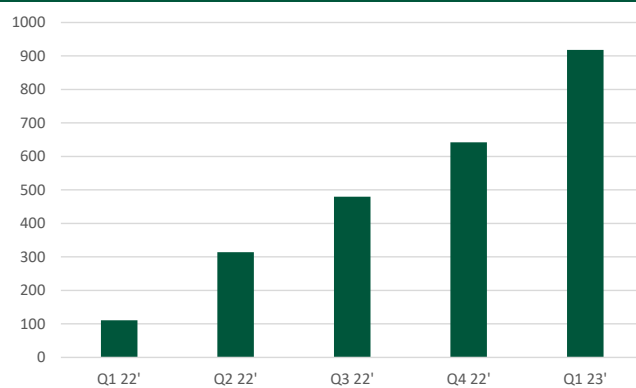
Källa: Bolaget, EPB

Nya unika förskrivningar



Källa: Bolaget, EPB

Antal förskrivande nefrologer (ackumulerat)



Källa: Bolaget, EPB

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	17458	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	9%	10%	11%	12%	13%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	20216	19267	18380	17550	16774
Enterprise value	17458	Small cap premium	2%	NPV/share	339	323	308	295	282
Latest net debt	-290	Extra risk premium	1%						
Value of ATM shares	632	WACC	11.0%						
Equity value	18380								
No. of shares outstanding (millions)	59.6								
Equity value per share (SEK)	308								

Implicit multipl.	2023e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	4.8	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	107.2		

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1	229	803	1 315	2 969	5 294
Totala intäkter	1	229	803	1 315	2 969	5 294
Kostnad sålda varor	0	0	-15	-60	-129	-228
Bruttoresultat	1	229	788	1 255	2 840	5 066
R&D-kostnader	-241	-357	-415	-513	-594	-715
Övriga rörelsekostnader	-139	-396	-795	-993	-1 069	-1 138
EBITDA	-380	-524	-422	-251	1 178	3 213
EBITDA, justerad	-380	-524	-422	-251	1 178	3 213
EBITA, justerad	-380	-524	-422	-251	1 178	3 213
EBIT	-380	-524	-422	-266	1 163	3 198
EBIT, justerad	-380	-524	-422	-266	1 163	3 198
Finansnetto	-56	11	13	-59	-53	-53
Resultat före skatt	-436	-513	-409	-325	1 109	3 145
Resultat före skatt, justerad	-436	-513	-409	-325	1 109	3 145
Total skatt	0	4	3	35	0	-651
Nettoresultat	-437	-510	-407	-290	1 109	2 494
Nettoresultat, justerad	-437	-510	-407	-290	1 109	2 494
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	64%	>100%	78%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	98,1%	95,4%	95,7%	95,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39,2%	60,4%
EPS, justerad	-8,75	-9,74	-6,87	-4,90	18,7	42,2
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-380	-524	-422	-266	1 163	3 198
Övriga kassaflödesposter	16	57	22	6	-24	-674
Förändringar i rörelsekapital	54	5	88	14	109	103
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-309	-462	-311	-246	1 248	2 628
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-173	-24	-5	-14	-16	-19
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-173	-24	-5	-14	-16	-19
Fritt kassaflöde	-482	-486	-317	-260	1 232	2 608
Nyemission / återköp	0	303	95	0	0	0
Förändring av skulder	769	132	481	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	769	435	576	0	0	0
Kassaflöde	287	-51	259	-260	1 232	2 608
Nettoskuld	-852	-639	-388	-136	-1 371	-4 003

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	461	399	484	481	481	484
Materiella anläggningstillgångar	0	6	7	9	11	12
Finansiella anläggningstillgångar	2	4	11	11	11	11
Övriga anläggningstillgångar	6	37	38	38	38	38
Summa anläggningstillgångar	470	447	541	540	541	546
Varulager	0	1	4	13	30	53
Kundfordringar	0	0	79	66	148	265
Övriga omsättningstillgångar	41	56	81	26	59	106
Likvida medel och kortfristiga placeringar	996	956	1 249	989	2 221	4 830
Summa omsättningstillgångar	1 037	1 013	1 412	1 094	2 459	5 253
SUMMA TILLGÅNGAR	1 506	1 460	1 953	1 634	3 000	5 799
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	1 256	1 008	766	491	1 616	4 125
Summa eget kapital	1 256	1 008	766	491	1 616	4 125
Långfristiga räntebärande skulder	145	316	861	854	850	827
Summa långfristiga skulder	145	316	861	854	850	827
Leverantörsskulder	54	68	160	131	238	424
Övriga kortfristiga skulder	52	67	165	158	297	424
Summa kortfristiga skulder	106	135	325	289	534	847
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 506	1 460	1 953	1 634	3 000	5 799

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	64%	>100%	78%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	98,1%	95,4%	95,7%	95,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39,7%	60,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39,7%	60,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39,2%	60,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39,2%	60,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	37,4%	47,1%

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	87%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	61%	86%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	>100%

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	0%	0%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	10%	5%	5%	5%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	18%	27%	18%	30%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-7445%	-34%	-20%	-14%	-10%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,2x	0,5x	1,0x	1,2x	1,1x

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-852	-639	-388	-136	-1 371	-4 003
Soliditet	83%	69%	39%	30%	54%	71%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,7x	-0,6x	-0,5x	-0,3x	-0,8x	-1,0x
Nettoskuld / EBITDA	2,2x	1,2x	0,9x	0,5x	-1,2x	-1,2x

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-8,75	-9,74	-6,87	-4,90	18,7	42,2
EPS, justerad	-8,75	-9,74	-6,87	-4,90	18,7	42,2
FCF per aktie	-9,66	-9,29	-5,35	-4,39	20,8	44,1
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	25,2	19,3	13,0	8,31	27,3	69,7
Antal aktier vid årets slut, m	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2	59,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2	59,2

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

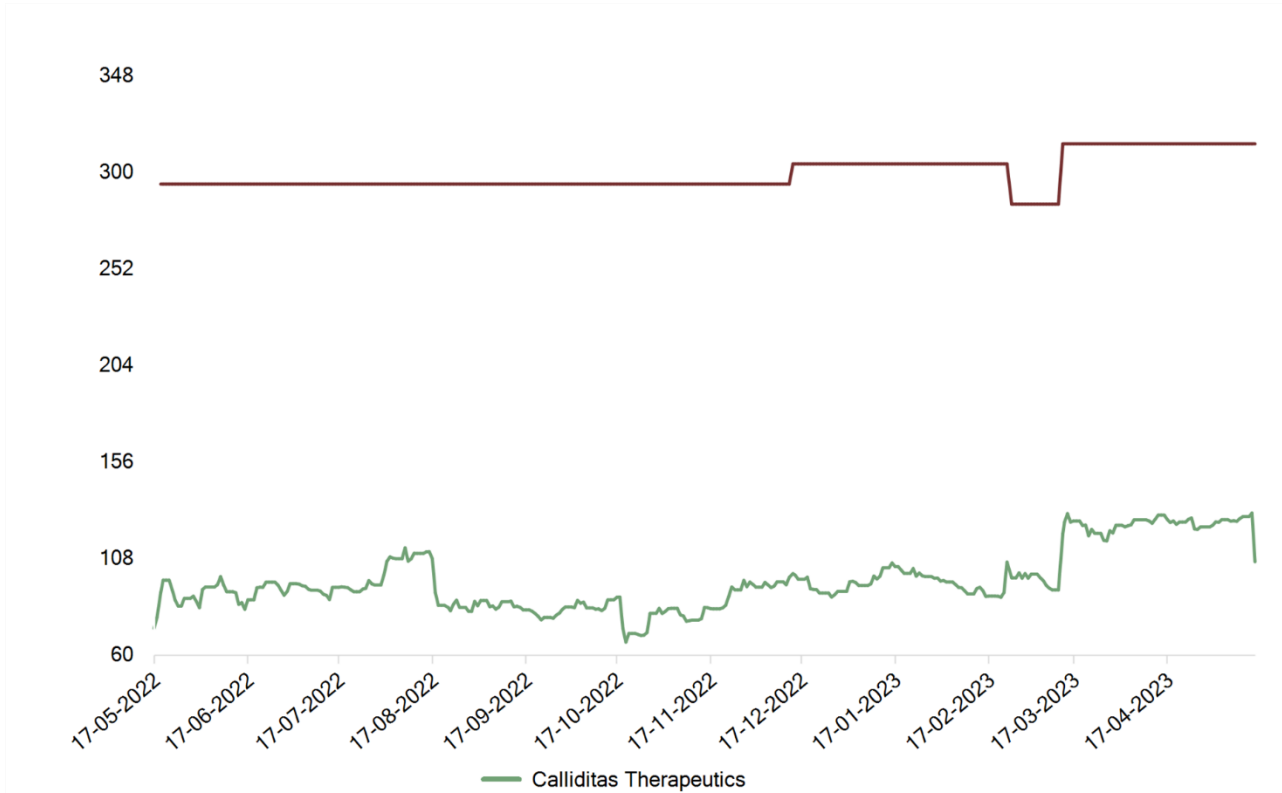
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,7x	2,5x
P/EK	5,5x	5,9x	7,1x	12,9x	3,9x	1,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,1x	2,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19%	41%
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	6 995,7x	22,9x	6,3x	4,8x	2,1x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4x	2,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,5x	2,0x
EV	6 114	5 260	5 082	6 342	6 342	6 342
Aktiekurs	140	113	92,5	107	107	107

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Calliditas Therapeutics (CALTX 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