

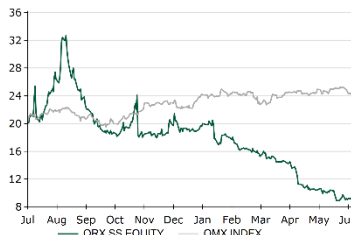
Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 juli 2023

Segrar i patenttvist

Under helgen kom till slut det efterlängtnade domslutet i patenttvisten mellan Orexo och Sun Pharmaceuticals, där domaren går helt på bolagets linje och anser att patenten för Zubsolv är giltiga. Sun gör därmed patentintrång och stoppas från att lansera en kopia av Zubsolv till dess att patenten löpt ut. Detta är en mycket viktig framgång för Orexo som återigen lyckas försvara sina patent i domstol. Domslutet bekräftar ett starkt skydd av Zubsolv med tio godkända patent som längst sträcker sig till september 2032.

Med den vunna patenttvisten i ryggen ser framtiden mycket ljusare ut. Inom drygt två veckor släpps rapporten för det andra kvartalet. Vi låter dock våra tidigare estimat ligga kvar inför den. Rapporten, bedömer vi, kommer runda av en kostnadsintensiv period för bolaget, med omfattande satsningar inom produktutveckling och höga kostnader för patenttvisten. Med stöd av det positiva domslutet känner vi en ökad konfidens att bolaget från och med H2 2023 påbörjar vägen tillbaka till lönsamhet och kan nå positiva kassaflöden under perioden. Inledningsvis handlar resan tillbaka till lönsamhet främst om lägre kostnader, men från nästa år ser vi även att tillväxten stärks.

Att patenten försvarats är ett mycket viktigt besked, då det ger möjlighet för Orexo att fortsätta generera fina kassaflöden från sin amerikanska verksamhet, vilket minskar den finansiella risken. Det motiverar oss att sänka avkastningskravet ett snäpp, som slår positivt på vår värdering och är anledning till att vi skruvar upp vårt motiverade värde till 32–34 kr (28-30). Tvisten har legat som en blöt filt över aktien, varför vi förväntar oss att få se en ordentligt positiv kursreaktion under dagen.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	32 - 34 SEK	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	624	630	736	903	Aktiekurs	10,4 SEK	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	10%	1%	17%	23%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-115	-55	71	128	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 		
Kommande händelser				EBIT, just.	-184	-128	-2	55			
Q2 - rapport	18 juli 2023			EPS, just.	-5,2	-4,7	-1,2	0,4			
Q3 - rapport	02 november 2023			EPS-tillväxt	21%	9%	74%	>100%			
				EK/aktie	5,6	1,3	0,4	1,0			
Bolagsfakta (mSEK)				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%			
Antal aktier	34m			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	49,0%			
Börsvärde	357			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,8%			
Nettoskuld	252			EV/Sales	1,3x	1,1x	1,0x	0,8x			
EV	609			EV/EBITDA	-	-	10,1x	5,5x			
Free float	70%			EV/EBIT	-	-	-	12,7x			
Daglig handelsvolym, snitt	48k			P/E, just.	-	-	-	28,7x			
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY			P/EK	3,3x	7,9x	23,2x	10,1x			
				FCF yield	-	-	-	11%			
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	-1,6x	-5,9x	5,1x	2,7x			
										Intressekonflikter	
										Yes	No
Likviditetsgarant											✓
Certified adviser											✓
Transaktioner 12m											✓

Investment case

Orexo är ett av få svenska noterade hälsovårdsbolag med egen kommersiell verksamhet på den viktiga amerikanska läkemedelsmarknaden. Verksamheten har utvecklats svagt senaste åren, men vi ser tecken på att en vändning är i antågande med successivt förbättrad tillväxt. Försäljningen av Zubsolv har stabiliserats, med potential att börja växa igen. Det som framför allt kommer att driva verksamheten framåt är nya produktlanseringar med start från 2024.

Utveckling av nya produkter och patenttvisten med Sun Pharmaceuticals har satt lönsamheten under press. Merparten av dessa kostnader är tagna och vi ser möjlighet till en gradvist förbättrad lönsamhet från H2 2023. Efter vinsten i patenttvisten mot Sun känner vi en ökad konfidens om att bolaget är på väg tillbaka till lönsamhet och vi räknar med att Orexo visar positiva kassaflöden för helåret 2024.

Utöver värdena i den löpande verksamheten ser vi en betydande potential i bolagets utvecklingsplattform amorphOX, som skapar nya möjligheter inom produktutvecklingen för såväl internt som för externt bruk. Första produkten OX124 närmar sig marknaden med en potentiell lansering under nästa år. Det projekt där vi ser störst potential är OX640. Bolaget har inlett diskussioner med partners. Förväntningarna på projektet bedömer vi är i princip noll på aktuella kursnivåer.

Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande specialistläkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning och hela vägen till kommersialisering. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget läkemedel och digitala behandlingar med inriktning mot beroendesjukdomar och psykisk ohälsa.

Huvudkontoret är i Uppsala, medan den kommersiella verksamheten leds från Morristown i USA. Nikolaj Sörensen är vd för bolaget sedan 2013 och därtill en ledningsgrupp om sex personer, där merparten har varit i bolaget sedan 2013 eller längre. Vi kan konstatera att samtliga i ledningsgruppen är aktieägare och äger optioner eller teckningsrätter. Bolagets organisation uppgår till drygt 120 anställda, varav drygt hälften ingår i den amerikanska verksamheten. Största ägare är Novo Holdings som även finns representerade i styrelsen. Vi uppfattar att de är en aktiv och engagerad ägare som varit villig att stötta bolaget genom åren. Utöver Novo är dock det institutionella ägandet relativt begränsat.

Värdering

Vår värdering av Orexo tar stöd i en DCF-modell, där framtida kassaflöden nuvärdesberäknas med en WACC på 14 % (15). Värderingsmodellen ger oss ett fundamentalt värde om 33,6 kr (29,5) och sätter vårt motiverade värde till 32-34 kr (28-30).

Sammanfattning DCF-antaganden

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	813	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	594	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
Företagsvärde (EV)	1 407	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	252	Extra risk-premie	2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	1 156			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
Eget kapital per aktie (kr)	33,6				

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	12,0%	41,0	42,4	44,0	45,7	47,5
	13,0%	36,0	37,1	38,3	39,6	41,1
	14,0%	31,8	32,7	33,6	34,7	35,8
	15,0%	28,2	28,9	29,7	30,5	31,4
	16,0%	25,1	25,7	26,3	27,0	27,7

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / uthållig EBIT-marginal

		Uthållig EBIT-marginal				
		15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
WACC	12,0%	31,7	37,8	44,0	50,1	56,2
	13,0%	28,0	33,2	38,3	43,5	48,6
	14,0%	24,9	29,3	33,6	38,0	42,3
	15,0%	22,2	26,0	29,7	33,4	37,1
	16,0%	19,9	23,1	26,3	29,5	32,7

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	644	783	845	664	565	624	630	736	903
Totala intäkter	644	783	845	664	565	624	630	736	903
Kostnad sålda varor	-164	-172	-106	-66	-79	-103	-107	-122	-153
Bruttoresultat	479	611	739	598	486	522	522	613	750
Försäljningskostnader	-191	-191	-192	-287	-280	-199	-205	-244	-298
Administrationskostnader	-96	-167	-140	-103	-151	-202	-164	-121	-126
R&D-kostnader	-134	-167	-181	-225	-272	-318	-282	-250	-271
Övriga rörelsekostnader	-1	9	5	-4	4	14	1	0	0
EBITDA	78	117	272	19	-161	-115	-55	71	128
EBITDA, justerad	78	117	272	19	-161	-115	-55	71	128
Avskrivningar	-21	-21	-41	-39	-53	-69	-73	-73	-73
EBITA, justerad	57	96	231	-20	-214	-184	-128	-2	55
EBIT	57	96	231	-20	-214	-184	-128	-2	55
EBIT, justerad	57	96	231	-20	-214	-184	-128	-2	55
Finansnetto	-28	-4	-3	-18	-8	13	-38	-40	-42
Resultat före skatt	30	92	228	-38	-223	-170	-166	-42	13
Resultat före skatt, justerad	30	92	228	-38	-223	-170	-166	-42	13
Total skatt	-7	46	-9	-46	-1	-7	5	1	-1
Nettoresultat	23	138	219	-84	-224	-178	-161	-41	12
Nettoresultat, justerad	23	138	219	-84	-224	-178	-161	-41	12
Intäkstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	1%	17%	23%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	83,0%	83,4%	83,0%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	9%	74%	>100%

Källa: Orexo, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	57	96	231	-20	-214	-184	-128	-2	55
Övriga kassaflödesposter	21	29	21	-15	-31	-23	34	36	33
Förändringar i rörelsekapital	0	117	40	52	17	50	-9	-20	-23
Kassaflöde från den operationella verksamheten	78	241	293	17	-229	-157	-103	15	66
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-6	-26	-189	-53	-235	76	-22	-27
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-6	-26	-189	-53	-235	76	-22	-27
Fritt kassaflöde	78	235	267	-172	-282	-391	-27	-8	39
Övriga poster	0	1	-56	-111	251	-21	-24	-24	-25
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	1	-56	-111	251	-21	-24	-24	-25
Kassaflöde	78	236	211	-284	-31	-413	-51	-32	14
Nettoskuld	0	-269	-473	-214	46	188	321	357	344

Källa: Orexo, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	-	104	114	253	249	217	198	182	184
Materiella anläggningstillgångar	-	20	22	47	66	76	73	78	82
Övriga anläggningstillgångar	-	103	144	101	93	80	74	73	81
Summa anläggningstillgångar	0	227	280	401	408	374	345	333	348
Varulager	-	174	132	108	92	75	74	88	104
Kundfordringar	-	296	273	218	269	309	283	287	298
Likvida medel och kortfristiga placeringar	-	590	817	505	504	352	212	179	195
Summa omsättningstillgångar	0	1 060	1 221	832	866	735	570	554	597
SUMMA TILLGÅNGAR	0	1 287	1 501	1 233	1 274	1 109	915	887	945
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	-	476	706	559	350	194	45	15	35
Summa eget kapital	0	476	706	559	350	194	45	15	35
Långfristiga räntebärande skulder	-	321	290	0	492	495	494	495	495
Långfristiga leasingskulder	-	0	33	47	38	24	19	18	20
Övriga långfristiga skulder	-	7	11	26	14	10	8	10	10
Summa långfristiga skulder	0	327	334	73	544	529	521	523	526
Kortfristiga räntebärande skulder	-	0	0	225	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	-	218	171	160	200	244	208	206	237
Kortfristiga leasingskulder	-	0	21	19	20	21	21	22	24
Övriga kortfristiga skulder	-	266	269	197	160	122	120	121	123
Summa kortfristiga skulder	0	483	461	601	380	386	349	349	384
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	0	1 287	1 501	1 233	1 274	1 109	915	887	945

Källa: Orexo, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	1%	17%	23%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	49%	>100%	N.m.	N.m.	28%	52%	>100%	81%
EBIT-tillväxt, justerad	-	67%	>100%	N.m.	N.m.	14%	31%	98%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	9%	74%	>100%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	83,0%	83,4%	83,0%
EBITDA-marginal	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	14,2%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	14,2%
EBIT-marginal	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
Vinst-marginal, justerad	3,6%	>100%	25,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%

Källa: Orexo, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	58%	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	49%
ROCE, justerad	Neg.	24%	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
ROIC, justerad	Neg.	93%	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%

Källa: Orexo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	22%	16%	16%	16%	12%	12%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	-	38%	32%	33%	48%	50%	45%	39%	33%
Leverantörsskulder / KSV	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	94%	91%	97%	54%	55%	54%	57%	55%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-2%	-4%	-5%	0%	3%	5%	7%	5%
Kapitalomsättningshastighet	-	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,1x	1,3x	1,6x

Källa: Orexo, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-269	-473	-214	46	188	321	357	344
Soliditet	-	37%	47%	45%	27%	17%	5%	2%	4%
Nettoskuldsättningsgrad	-	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	7,1x	23,1x	9,7x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-2,3x	-1,7x	-11,3x	-0,3x	-1,6x	-5,9x	5,1x	2,7x

Källa: Orexo, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
FCF per aktie	2,26	6,70	7,54	-4,87	-8,21	-11,4	-0,79	-0,22	1,12
Eget kapital per aktie	0,00	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,32	0,45	1,03
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3

Källa: Orexo, EPB

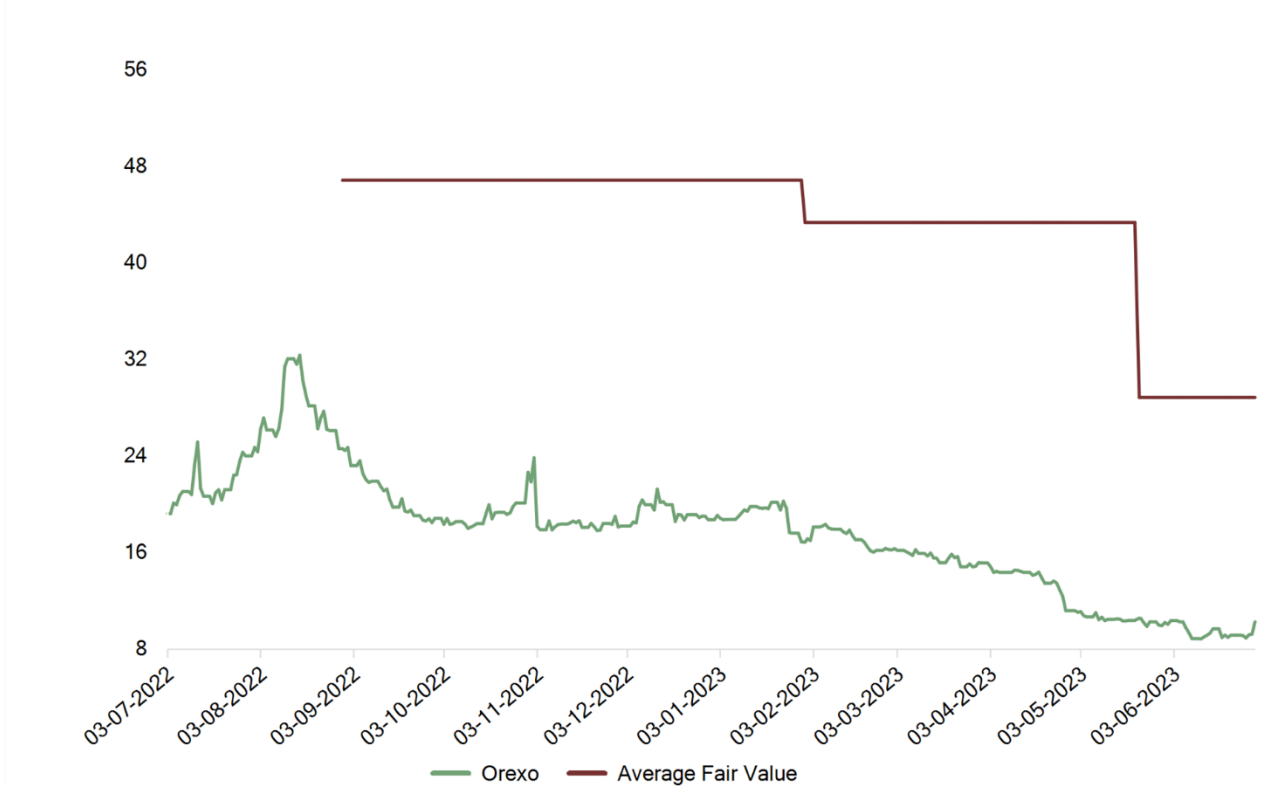
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	61,5x	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28,7x
P/EK	Neg.	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	7,9x	23,2x	10,1x
P/FCF	18,3x	8,8x	8,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,3x
FCF-yield	5%	11%	12%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
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	2,2x	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,1x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	18,2x	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	10,1x	5,5x
EV/EBIT, justerad	24,8x	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,7x
EV	1 423	1 763	1 702	1 500	1 231	835	678	714	701
Aktiekurs	41,2	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	10,4	10,4	10,4

Källa: Orexo, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Orexo (ORX SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkras 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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