



Intervacc

IVACC Q3 2023

Kvartalsresultat

Intervaccs nya VD Jonas Sohlman inleder med att rensa balansräkningen med totala nedskrivningar om 21,2 mkr. Syftet är att öka bolagets effektivitet och lönsamhet samt minska framtida risker för extraordinära reservationer. Även om kvartalets försäljning på totalt 3,62 mkr och en underliggande rörelseförlust på 15,8 mkr inte är fantastiskt, så ligger det väl i linje med vårt nuvarande scenario. Det negativa kassaflödet för kvartalet uppgår till drygt 13 mkr, vilket är förbättring med ett par miljoner kronor jämfört med samma period i fjol. Kassamedel uppgår till 98,6 mkr och täcker ett framtida negativt kassaflöde på omkring 50 mkr, fram till slutet av 2025 då vi räknar med att bolaget bryter igenom till positivt kassaflöde.

Marknadsutveckling

Intervacc fokuserar nu på att bearbeta försäkringsbolag och flera diskussioner med olika försäkringsbolag har inletts och ett samarbetsavtal har tecknats med Dunstan. Genom ökade kunskaper kring Strangvaccs kvaliteter förväntar sig bolaget att hästägare ska få ett bättre underlag att ta beslut om vaccination. Här spelar opinionsbildarnas egna erfarenheter från användandet av Strangvacc en viktig roll. Informationskampanjer riktade mot professionella hästägare och dess organisationer har också påbörjats. Ett förbättrat momentum i försäljningen mot slutet av Q3, särskilt i Sverige, är ett gott tecken, och ger stöd för en bättre försäljningstillväxt i Q4 och in i 2024. Nyheter om Strangvacc från opinionsbildare bör kunna agera som positiv katalysator för aktien.

Prognoser och värdering

Vi har justerat våra prognoser 2023 för nedskrivningar om 21,2 mkr, men lämnat underliggande estimat och scenario i stort sett oförändrat. Vi upprepar vårt långsiktigt motiverade värde på 26–28 kr per aktie.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	26,0 - 28,0 SEK	
Totala intäkter	-3,5%	-0,7%	-0,1%	13	15	48	220	Aktiekurs	5,3 SEK	
EBITDA, just.	-30,9%	25,1%	>100%	Tillväxt	14%	18%	>100%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-36,0%	21,2%	56,3%	EBITDA, just.	-44	-64	-40	2		
				EBIT, just.	-64	-88	-58	-16		
				EPS, just.	-1,3	-1,6	-0,6	-0,1		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
				EK/aktie	5,0	3,2	2,7	2,5		
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				EV/Sales	96,9x	26,5x	8,5x	1,9x		
				EV/EBITDA	-	-	-	192,7x		
				P/E, just.	-20,5x	-3,4x	-9,3x	-39,2x		
				P/EK	5,2x	1,6x	2,0x	2,1x		
				FCF yield	-6%	-19%	-8%	-2%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,0x	1,2x	1,1x	-17,3x		

Kommande händelser	
Q4 - rapport	16 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)	
Antal aktier	76m
Börsvärde	399
Nettoskuld	-98
EV	301
Free float	96%
Daglig handelsvolym, snitt	307k
Bloomberg Ticker	IVACC SS EQUITY

Analytiker	
Magnus Behm	
magnus.behm@penser.se	

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Intervacc är ett bolag som precis gått in i en ny fas i och med att deras första vaccin finns till försäljning och successivt börjar rulla ut i Europa under 2022. Vaccinet Strangvac ger efter tre doser ett 94% skydd mot kvarka – en smittsam sjukdom som ger upphov till stort lidande hos hästar, och som utgör ett stort problem i hela hästvärlden. Än så länge är Strangvac godkänt för försäljning i Europa och bolaget har ansökt om försäljning i USA och Kanada – en process som vi räknar med är klar under senare delen av 2025. Med tanke på hur allvarlig sjukdom kvarka är, med långtgående negativa konsekvenser för både häst och hästägare, bedömer vi att intresset för Strangvac kommer att vara stort och vi räknar med att drygt 9 miljoner hästar kommer att vara vaccinerade 2030, vilket skulle motsvara ca 1,5 mdkr i intäkter.

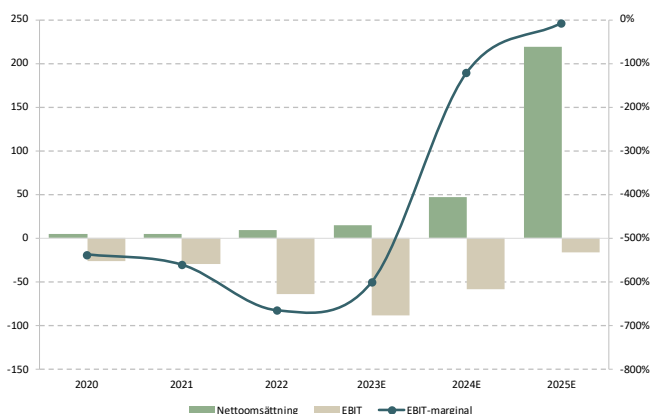
Utöver Strangvac har bolaget två intressanta prototypvacciner för gris och mjölkko i utvecklingsportföljen som, om de lyckas, har betydande potential, och skulle göra Intervacc till ett helt nytt bolag. Det finns ca en miljard grisar och 265 miljoner mjölkkor i världen, jämfört med ca 60 miljoner hästar. Trots den stora potentialen och att projekten löper på enligt plan har vi i denna analys inte räknat med några intäkter från dessa, utan de ses som en optionsmöjlighet utöver vår nuvarande värdering.

Intervacc har en skalbar affärsmodell för en global marknad. Bolaget utvecklar vaccinen i Sverige och går igenom de regulatoriska processerna för att få rättigheterna att sälja dem. Produktionen läggs ut hos produktionspartners och Intervacc tecknar distributionsavtal med stora globala aktörer som sköter marknadsföring och försäljning. Det är även höga inträdesbarriärer med återkommande intäkter. När man väl tagit fram ett vaccin och kontrollerar en nischad marknad finns det goda möjligheter att behålla den positionen, då djur som är i ett vaccinprogram ofta är det livet ut. Den skalbara modellen, kombinerat med att Strangvac är en nischad premiumprodukt, gör att vi räknar med att Intervacc kan nå en EBIT-marginal på 42% vid höga volymer.

Bolagsprofil

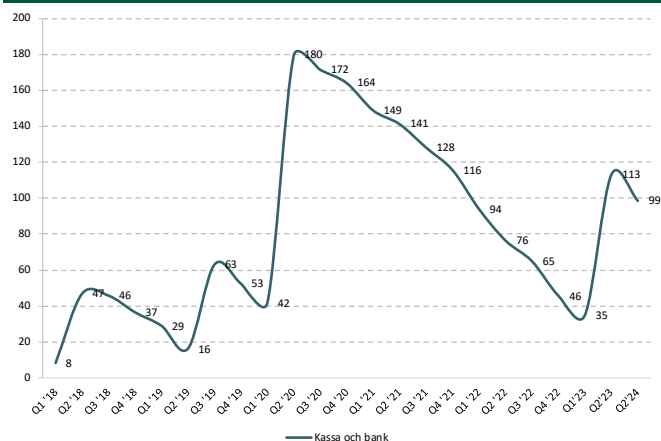
Intervacc är en koncern inom djurhälsa – en stor marknad med starka drivkrafter – och är ett av de ledande företagen i att ta fram moderna vaccin mot bakteriella infektionssjukdomar orsakade av streptokock- eller stafylokockbakterier. Bolagets teknikplattform, som bygger på fusionerade rekombinanta proteiner, är i framkant, har väsentlig potential och ger breda immunsvår mot komplexa bakteriella patogener. En viktig fördel med Intervaccs vaccin är också att de har så kallad DIVA-egenskaper, vilket innebär att det går att särskilja vaccinerade djur från de som tidigare haft infektionen, vilket är ovärderligt under pågående utbrott.

Försäljning och rörelseresultat



Källa: EPB

Likvida medel



Källa: EPB

DCF-värdering

Valuation output				WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)			1 058	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)			925	Risk premium	5,5%
Enterprise value			1 984	Small cap premium	4%
Latest net debt (inc. Acquisition)			-98	Extra risk premium	5,0%
Minority interests & other			0	WACC	17,0%
Equity value			2 082		
No. of shares outstanding (millions)			76	Terminal value assumptions	
Equity value per share (SEK)			27	Long term growth rate	3,0%
				Long term EBIT margin	40,0%
Implicit multipl.	2023	2024	2025	Depreciation (% of sales)	2,0%
EV/Sales	134,7	41,7	9,0	Capex (% of sales)	2,0%
EV/EBITDA	-31,0	-50,1	929,5	Working cap. (% of sales)	9,4%
EV/EBIT	-22,4	-34,3	-123,5	Tax rate	22%
EV/NOPLAT	-28,7	-44,0	-158,3		

Källa: EPB

DCF-känslighet

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,5%	87	93	100	108	118
	12,5%	45	47	49	51	53
	16,5%	28	28	29	30	31
	20,5%	19	19	19	19	20
	24,5%	13	13	13	14	14

		Long-term EBIT margin				
		30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%
WACC	8,5%	80	90	100	110	119
	12,5%	41	45	49	53	57
	16,5%	25	27	29	31	33
	20,5%	17	18	19	20	21
	24,5%	12	13	13	14	15

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	48	36	12	5	5	10	15	48	219
Övriga rörelseintäkter	3	3	5	5	6	3	1	1	1
Totala intäkter	51	39	18	10	11	13	15	48	220
Kostnad sålda varor	-35	-30	-12	-2	-3	-9	-28	-39	-162
Bruttoresultat	16	9	6	7	9	4	-13	9	58
Övriga rörelsekostnader	-23	-25	-28	-27	-32	-48	-51	-49	-56
EBITDA	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-64	-40	2
EBITDA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-64	-40	2
EBITA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-64	-40	2
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-88	-58	-16
EBIT, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-88	-58	-16
Finansnetto	0	0	0	0	0	0	2	3	3
Resultat före skatt	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-87	-55	-13
Resultat före skatt, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-87	-55	-13
Total skatt	1	4	0	0	0	0	-11	12	3
Nettoresultat	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-98	-43	-10
Nettoresultat, justerad	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-98	-43	-10
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	18%	>100%	>100%
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	Neg.	19,1%	26,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,55	-0,57	-0,13
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Intervacc, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-88	-58	-16
Övriga kassaflödesposter	4	15	6	6	6	21	15	33	24
Förändringar i rörelsekapital	-10	11	20	-1	-2	-27	12	-3	-13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-20	-5	-2	-20	-25	-70	-62	-28	-5
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	0	0	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-12	-23	-39	-10	-22	-5	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-13	-23	-39	-11	-23	-6	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	-32	-28	-41	-31	-49	-76	-64	-30	-7
Nyemission / återköp	46	50	58	143	0	6	92	0	0
Förändring av skulder	-6	-7	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	40	42	58	143	0	6	92	0	0
Kassaflöde	8	14	17	112	-49	-70	28	-30	-7
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-74	-44	-37

Källa: Intervacc, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	35	29	24	18	12	6	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	6	6	7	8	8	9	10	11	12
Materiella anläggningstillgångar	2	1	1	0	1	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	6	11	11	11	11	11	11	11	11
Övriga anläggningstillgångar	86	100	139	149	171	161	144	127	109
Summa anläggningstillgångar	135	149	181	186	203	189	166	150	134
Varulager	17	11	1	2	7	27	4	10	33
Kundfordringar	3	3	1	0	0	1	1	5	22
Övriga omsättningstillgångar	3	4	1	3	3	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	37	53	164	116	46	74	44	37
Summa omsättningstillgångar	45	54	56	169	126	76	82	60	94
SUMMA TILLGÅNGAR	180	203	237	355	329	265	248	210	228
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	165	190	220	338	308	250	244	201	191
Summa eget kapital	165	190	220	338	308	250	244	201	191
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	1	0	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga räntebärande skulder	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	7	5	10	10	6	1	5	24
Övriga kortfristiga skulder	3	4	12	8	11	9	2	4	12
Summa kortfristiga skulder	13	12	17	17	21	15	3	8	36
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	180	203	237	355	329	265	248	210	228

Källa: Intervacc, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	18%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	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.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	Neg.	19,1%	26,3%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Intervacc, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Intervacc, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	34%	28%	7%	16%	58%	>100%	29%	20%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	6%	8%	3%	4%	4%	10%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	8%	24%	42%	>100%	>100%	62%	5%	12%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	21%	43%	60%	60%	26%	4%	9%	17%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	29%	16%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,2x	1,2x

Källa: Intervacc, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-74	-44	-37
Soliditet	92%	94%	93%	95%	94%	94%	99%	96%	84%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,3x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,0x	1,2x	1,1x	-17,3x

Källa: Intervacc, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,55	-0,57	-0,13
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,55	-0,57	-0,13
FCF per aktie	-2,00	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-1,01	-0,40	-0,09
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	10,2	5,06	5,05	6,70	6,12	4,95	3,22	2,66	2,52
Antal aktier vid årets slut, m	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	75,7	75,7	75,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	63,1	75,7	75,7

Källa: Intervacc, EPB

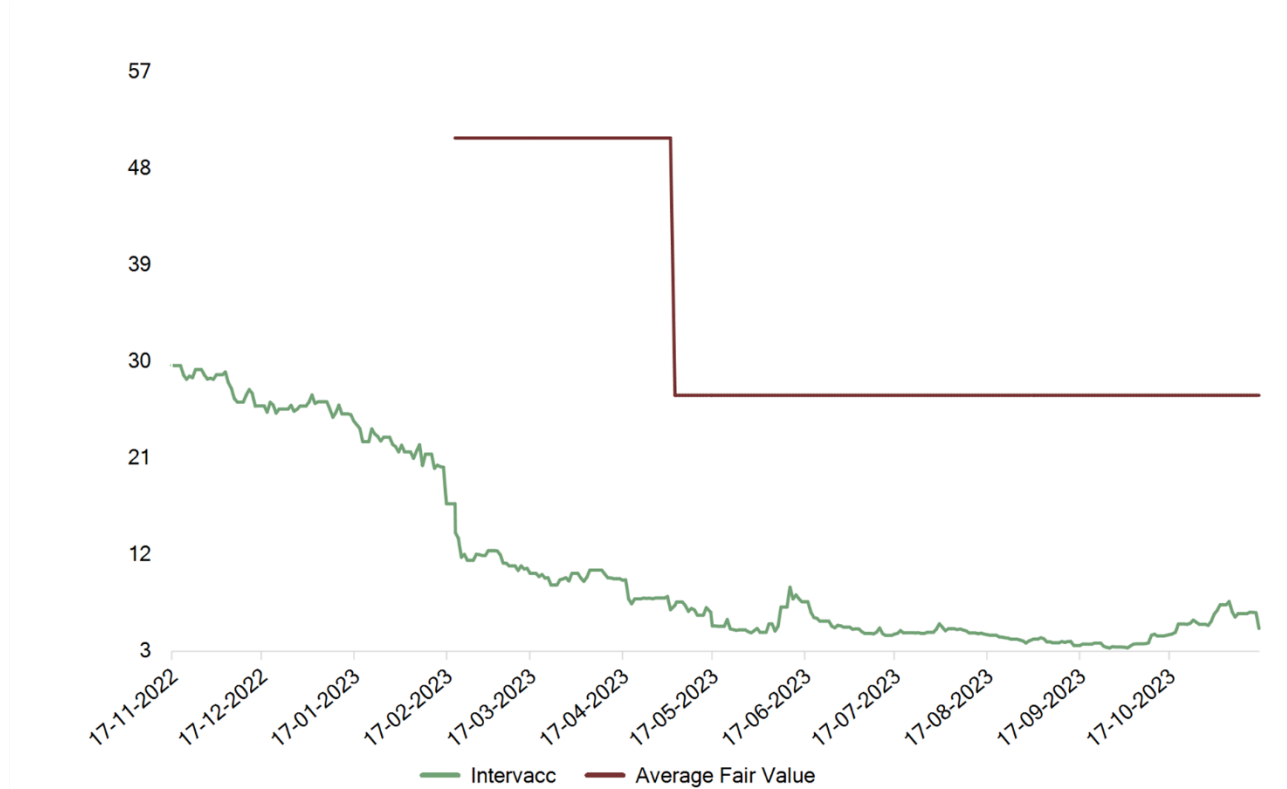
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	0,7x	1,3x	3,6x	7,9x	8,7x	5,2x	1,6x	2,0x	2,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	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%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,1x	5,6x	41,7x	254,9x	224,3x	96,9x	19,4x	6,2x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-4,7x	-7,6x	140,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,4x	-5,2x	-18,7x
EV	105	217	734	2 495	2 566	1 267	301	301	301
Aktiekurs	7,3	6,7	18,1	52,8	53,2	5,3	5,3	5,3	5,3

Källa: Intervacc, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Intervacc (IVACC 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.

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 kraftigt 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 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 informations spridning, 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