



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 30 maj 2023

Bio-Works Technologies

Omstrukturerar organisationen

Sänker kostnaderna

Bolaget har initierat en omstrukturering av organisationen som bland annat innebär att personalstyrkan ska minskas från 52 personer till 40. Omstruktureringen påverkar inte den amerikanska delen av verksamheten. Personalminskningen förväntas innebära lägre kostnader om 13 mkr årligen. Vi räknar med att börja få se de första effekterna av omstruktureringen redan under H2 2023, men att den fulla effekten kommer under 2024. I samband med beskedet upprepas planen om att fortsätta växa och att nå lönsamhet under 2024.

Vi intar en försiktigare hållning

Utöver att sänka prognosen för personalkostnaderna från H2 2023, så väljer vi att inta en något mer konservativ inställning till vad bolaget kommer att kunna leverera i nettoomsättning från H2 2023. Utifrån vår uppdaterade prognos för 2023 är redan över hälften (~55%) mer eller mindre redan i hamn, baserat på rapporterad försäljning för Q1 2023 och den befintliga orderboken. På lönsamhetsnivå gör vi inga stora förändringar i absoluta tal och räknar fortsatt med att bolaget kommer att kunna nå sin målsättning om positivt kassaflöde från rörelsen under 2024.

Förtroendebyggande

Våra nedskruvade förväntningar på tillväxttakten är anledningen till att vi tar ned vårt motiverade värdespann, som sänks till 25–26 kr (28–30 kr). Även om omstruktureringen innebär bistra besked för flera av de anställda, så uppskattar vi att bolaget i tid tar beslut för att vara redo vid en potentiellt svagare marknad.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	25 - 26 kr												
Totala intäkter	-9,8%	-11,1%	-10,3%	43	64	109	169	Aktiekurs	15,0 kr												
EBITDA, just.	N.m	N.m	2,6%	Tillväxt	-27%	49%	69%	56%	Riskenivå	Hög											
EPS, just.	N.m	N.m	2,8%	EBITDA, just.	-46	-33	-3	25	Kursutveckling 12 mån 												
Kommande händelser			EBIT, just.	-46	-33	-4	23														
Q2 - rapport	08 augusti 2023		EPS, just.	-1,3	-0,9	-0,1	0,7														
Q4 - rapport	19 februari 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	1,9	1,0	0,9	1,5														
Antal aktier	35m		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	14,1%														
Börsvärde	575		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	55,6%														
Nettoskuld	-51		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	55,6%														
EV	524		EV/Sales	15,6x	8,2x	4,8x	3,1x														
Free float	70%		EV/EBITDA	-	-	-	20,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	41k		EV/EBIT	-	-	-	22,5x														
Bloomberg Ticker	BOWKS SS EQUITY		P/E, just.	-	-	-	24,7x														
Analytiker			P/EK	10,9x	16,6x	19,0x	10,7x	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
Klas Palin			FCF yield	-	-	-	4%														
klas.palin@penser.se			Nettoskuld/EBITDA	1,4x	0,9x	7,5x	-1,8x														

Investment case

Bio-Works är i början på sin tillväxtresa och vi ser möjligheter till att de levererar hög tillväxt under många år framåt. En hörnsten i det som tilltalar oss i caset är de starka och långsiktiga band som kan knytas med kunder vid produktion av deras läkemedel. Produktionsprocesserna är oftast komplicerade att utveckla och väl på plats finns även regulatoriska barriärer som gör det utmanande och dyrt att göra förändringar, vilket minskar riskerna att bytas ut av konkurrenter. De senaste åren har bolaget visat hög tillväxt med en snabbt växande kundbas att bygga vidare ifrån. Den växande kundbasen bidrar till att sprida kännedom om bolaget, ger validering av produkterna och viktigast av allt återkommande intäkter.

Den övergripande trenden inom läkemedelsmarknaden är en ökad användning av biologiska läkemedel, vilket är det område där bolagets produkter framför allt används. Som en nischspelare med ett specialiserat produkterbjudande inriktat mot komplexa kunder, ser vi förutsättningar att bolaget ska kunna växa snabbare än den underliggande marknaden.

Styrkan i Bio-Works verksamhet har börjat uppmärksammas i marknaden, även om vi anser att den fulla potentialen ännu är långt ifrån inprisad.

Bolagsprofil

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa, sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel. VD för bolaget är Jonathan Royce.

Försäljningen bedrivs globalt, med egen direktförsäljning på den nordamerikanska marknaden och betydelsefulla marknader i Europa. På övriga marknader agerar bolaget via distributörer. Kunderna återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny liten spelare inom fältet ser Bio-Works bäst möjligheter att ta sig in på denna väletablerade marknad, med monopolistiska drag, genom att rikta sig mot de mindre och medelstora läkemedelsutvecklarna. Här finns, bedömer vi, större behov av en närmare relation till ett säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera medan det är svårare att få från de större ledande aktörerna.

Värdering

Vi värderar Bio-Works utifrån en DCF-modell och använder en WACC om 14 procent. En något mer försiktig syn på marknadsförutsättningarna närmaste åren är anledning till att vi justerar ned motiverat värde till 25-26 kr (28-30).

Finansiella prognoser

Vid utgången av Q1 2023 hade bolaget en välfylld orderbok om 26,0 mkr för leverans i år. Tillsammans med den rapporterade nettoomsättningen för det första kvartalet motsvarar det 33,6 mkr i potentiell försäljning under 2023. I nuläget känner vi dock en ökad osäkerhet kring hur den underliggande efterfrågan i marknaden kommer att utvecklas, speciellt under H2 2023. Vi väljer därför att bli lite mer konservativa i våra antaganden och tar ned försäljningsprognoserna. Den omstrukturering som sjösatts motverkar en potentiellt svagare marknad och en lägre försäljning än vår tidigare bedömning, varför våra prognoser om lönsamheten förblir relativt intakta.

Vi räknar fortsatt med att verksamheten blir kassaflödespositiv någon gång under H2 2024.

Prognosförändringar		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	61,2	105,2	165,2
	Tidigare	68,2	118,7	184,3
(%)		-10%	-11%	-10%
EBITDA	Nya	-32,9	-3,1	25,3
	Tidigare	-31,0	-3,7	24,7
(%)		-6%	18%	3%
EPS (SEK)	Nya	-1,1	-0,1	0,8
	Tidigare	-1,0	-0,2	0,7
(%)		-6%	14%	3%

Källa: EPB

Nedan följer våra uppdaterad halvårsestimat för 2023, där den största förändringen gäller H2 2023. Även om vi skruvat ned prognosen, så räknar vi fortsatt med att verksamheten kommer att kunna växa. Tillväxten väntas primärt drivas av en stigande andel återkommande intäkter och ökad försäljning av högvärdesprodukter, så som GoBio.

Nya prognoser 2021-2023 (mkr)						
	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023E	H2 2023E
Nettoomsättning	8,3	13,6	18,1	23,2	26,9	34,3
Förändring av lager	0,4	0,9	1,0	-0,9	0,5	0,5
Övriga rörelseintäkter	32,0	3,6	0,4	1,1	1,0	1,0
Summa intäkter	40,7	18,1	19,6	23,4	28,4	35,8
Råvaror och förnödenheter	-1,4	-3,3	-6,0	-6,6	-8,0	-9,0
Övriga externa kostnader	-14,3	-14,1	-14,5	-17,1	-17,2	-19,3
Personalkostnader	-15,4	-18,7	-22,2	-21,1	-22,9	-19,5
Av-/nedskrivningar	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,8	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6
Summa rörelsens kostnader	-31,4	-37,2	-43,3	-45,8	-49,0	-48,6
EBITDA	9,6	-18,7	-23,6	-22,0	-20,3	-12,5
EBIT	9,3	-19,1	-23,8	-22,3	-20,6	-12,8
Finansnetto	-0,4	0,8	0,5	0,9	0,2	0,2
Res. efter finansnetto	8,9	-18,3	-23,3	-21,4	-20,4	-12,6
Skatt	0,0	-3,6	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Periodens resultat	8,9	-21,8	-23,5	-21,5	-20,4	-12,6

Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vår värdering av Bio-Works stödjer sig på en DCF-modell, baserad på explicita prognoser tio år framåt. Därefter antar vi en uthållig tillväxt om 3 procent och en EBITDA-marginal på 40 procent. Efter uppdaterade prognoser så uppgår värdet till 25,7 kr (28,4), när vi använder en WACC på 14 procent.

Övergripande antaganden DCF-värdering

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	321	Riskfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	533	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	40,0%
Företagsvärde (EV)	854	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-51	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
Eget kapital	905			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	35				
Eget kapital per aktie (kr)	25,7				

Källa: EPB

Ingen 1:

		Uthållig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,0%	31,9	33,0	34,2	35,7	37,2
	13,0%	27,7	28,6	29,5	30,6	31,7
	14,0%	24,4	25,0	25,7	26,5	27,4
	15,0%	21,6	22,1	22,7	23,3	23,9
	16,0%	19,3	19,7	20,1	20,6	21,1

Källa: EPB

Ingen 2:

		Uthållig EBITDA-marginal				
		35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
WACC	12,0%	31,0	32,6	34,2	35,9	37,5
	13,0%	26,8	28,2	29,5	30,9	32,2
	14,0%	23,5	24,6	25,7	26,9	28,0
	15,0%	20,8	21,7	22,7	23,6	24,6
	16,0%	18,5	19,3	20,1	20,9	21,7

Källa: EPB

Aktien backade på beskedet och har utvecklats svagare än de bredare indexen för Stockholmsbörsen i år. Kursen är ned mer omkring 29 procent sedan årsskiftet. Den svaga trenden för småbolag håller i sig och med det en avtagande likviditet i aktiehandeln.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	5	7	6	7	22	41	61	105	165
Övriga rörelseintäkter	4	1	1	(1)	37	2	3	4	4
Totala intäkter	9	7	7	7	59	43	64	109	169
Kostnad sålda varor	-1	-1	-2	-1	-5	-13	-17	-27	-36
Bruttoresultat	7	6	5	5	54	30	47	81	133
Övriga rörelsekostnader	-29	-37	-46	-50	-63	-76	-80	-85	-108
EBITDA	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-33	-3	25
EBITDA, justerad	-21	-31	-40	-44	-9	-46	-33	-3	25
Avskrivningar	-2	-7	-2	-1	-1	0	-1	-1	-2
EBITA, justerad	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-33	-4	23
EBIT	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-33	-4	23
EBIT, justerad	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-33	-4	23
Finansnetto	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Resultat före skatt	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-33	-4	23
Resultat före skatt, justerad	-24	-38	-42	-45	-9	-45	-33	-4	23
Total skatt	0	0	0	0	-4	0	0	0	0
Nettoresultat	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-33	-4	23
Nettoresultat, justerad	-24	-38	-42	-45	-13	-45	-33	-4	23
Intäktstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	49%	69%	56%
Bruttomarginal	>100%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	77,1%	77,4%	80,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,1%
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,94	-0,12	0,66
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-24	-38	-42	-45	-10	-46	-33	-4	23
Övriga kassaflödesposter	2	7	2	0	-2	-1	1	1	2
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	0	1	-1	4	-3	-1	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-36	-4	25
Fritt kassaflöde	-21	-35	-40	-43	-13	-43	-36	-4	25
Nyemission / återköp	99	0	63	0	84	4	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	99	0	63	0	84	4	-	-	-
Kassaflöde	78	-34	23	-43	71	-38	-36	-4	25
Nettoskuld	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-29	-23	-47

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	9	2	1	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	2	2	3	4	4
Summa anläggningstillgångar	9	3	2	2	2	2	3	4	4
Varulager	4	6	7	7	8	10	13	16	19
Kundfordringar	3	4	3	4	8	14	11	14	16
Likvida medel och kortfristiga placeringar	89	54	76	33	103	66	29	23	47
Summa omsättningstillgångar	96	64	86	44	119	89	52	52	82
SUMMA TILLGÅNGAR	105	67	88	45	121	92	55	56	86
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	99	62	82	37	109	68	35	30	54
Summa eget kapital	99	62	82	37	109	68	35	30	54
Leverantörsskulder	2	1	1	2	3	7	7	10	12
Övriga kortfristiga skulder	4	4	5	6	9	17	13	16	20
Summa kortfristiga skulder	6	6	6	8	12	24	21	26	32
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	105	67	88	46	121	92	55	56	86

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-16%	-3%	-3%	>100%	-27%	49%	69%	56%
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	>100%	94,6%	96,5%	75,0%	>100%	73,5%	77,1%	77,4%	80,4%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,1%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	56%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	56%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	44%	83%	>100%	97%	13%	22%	19%	15%	11%
Kundfordringar / totala intäkter	33%	56%	42%	64%	14%	32%	17%	13%	10%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	68%	>100%	66%	54%	43%	37%	34%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	15%	12%	16%	18%	27%	21%	23%	22%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	59%	58%	42%	7%	-1%	5%	3%	2%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x	0,5x	0,6x	1,8x	3,6x	3,2x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-89	-54	-76	-33	-103	-66	-29	-23	-47
Soliditet	94%	91%	93%	82%	90%	74%	63%	54%	62%
Nettoskulsättningsgrad	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-1,0x	-0,8x	-0,8x	-0,9x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,7x	1,9x	0,7x	11,2x	1,4x	0,9x	7,5x	-1,8x

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,94	-0,12	0,66
EPS, justerad	-1,22	-1,97	-1,39	-1,48	-0,37	-1,27	-0,94	-0,12	0,66
FCF per aktie	-1,10	-1,80	-1,32	-1,43	-0,38	-1,21	-1,02	-0,11	0,72
Eget kapital per aktie	5,14	3,19	2,70	1,23	3,11	1,93	0,99	0,86	1,52
Antal aktier vid årets slut, m	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	35,2	35,2	35,2	35,2

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

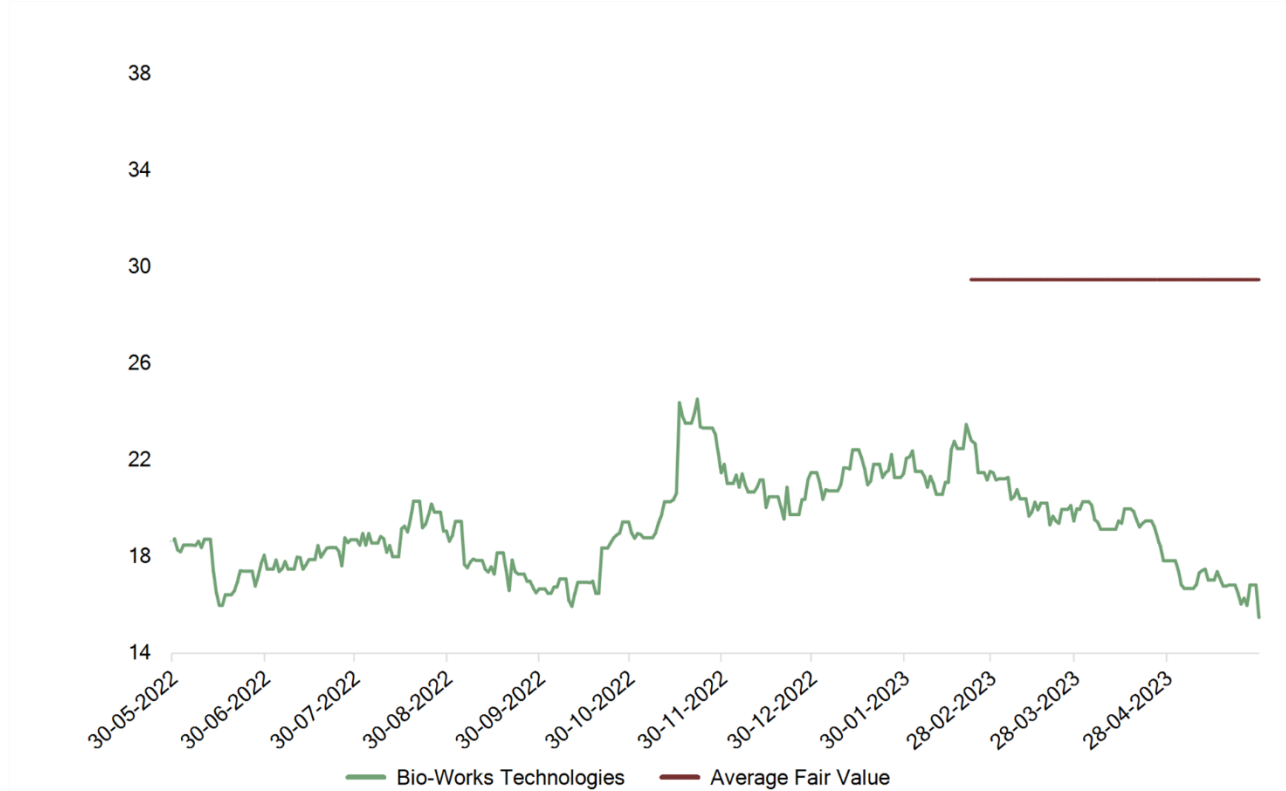
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,7x
P/EK	1,8x	2,8x	3,0x	7,4x	8,8x	10,9x	16,6x	19,0x	10,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
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	11,0x	16,2x	24,1x	36,3x	14,6x	15,6x	8,2x	4,8x	3,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,5x
EV	94	116	168	244	856	673	524	524	524
Aktiekurs	9,5	8,8	8,0	9,1	27,5	21,0	16,4	16,4	16,4

Källa: Bio-Works Technologies, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bio-Works Technologies (BIOWKS 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 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 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 på <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