



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 20 november 2023

## EQL Pharma AB

### Neutral Q2'23/24 trots motvind

#### Rapportkommentar Q2'23/24

EQL släppte under fredagen sin rapport för det andra kvartalet i det brutna räkenskapsåret 2023/2024. Försäljningen kom in på 60 mkr, vilket var i linje med våra förväntningar (EPB: 61 mkr). EBIT kom in på 7 mkr, vilket var något under våra förväntningar (EPB: 10 mkr). Kassaflödet för perioden landade på -4 mkr och kassan i slutet av september uppgick till cirka 21 mkr.

#### Antibiotikabrist tyngde försäljning och lönsamhet

Den globala antibiotikabristen hade en negativ påverkan på EQL:s försäljning och lönsamhet under kvartalet. Av EQL:s organiska försäljning utgör antibiotikaprodukter typiskt sett omkring 30–35% av värdet, vilket innebär att avsaknaden av dessa naturligtvis slog hårt på försäljningen under Q2. Dessutom är antibiotika ett mycket lönsamt segment för EQL med höga bruttomarginaler, vilket delvis förklarar de lägre marginalerna under kvartalet. EQL bedömer att deras antibiotika kommer att vara tillbaka i lager mot slutet av året och upprepar sin försäljningsprognos om 30% för räkenskapsåret 2023/2024.

#### Neutral rapport – goda odds för bra H2

Vi har en neutral syn på rapporten som i stora drag kom in i linje med våra förväntningar. Att rapporten skulle komma in något mjukare än motsvarande period förra året var i hög grad inprisat i aktien som stängde i positivt territorium. Vi har en stark övertygelse om att försäljningen kommer att accelerera under andra halvan av räkenskapsåret 2023/2024 i takt med att antibiotikaförsäljningen återupptas på allvar. Vi gör endast mindre estimatjusteringar och upprepar vårt motiverade värde om 47–49 kronor per aktie.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	24e	25e	26e		22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	47,0 - 49,0 SEK
Totala intäkter	-1,4%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	260	252	350	468	Aktiekurs	29,7 SEK
EBITDA, just.	-5,8%	0,0%	0,0%	Tillväxt	-37%	-3%	39%	34%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-9,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	50	48	79	123	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	41	39	69	112		
Q3 - rapport	13 februari 2024			EPS, just.	1,1	1,0	1,8	2,9	<b>Intressekonflikter</b>	
Q4 - rapport	14 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	-2%	-5%	77%	63%	Yes	No
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EK/aktie	5,3	6,3	8,1	11,1	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	29m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser	✓
Börsvärde	863			EBIT-marginal	15,9%	15,3%	19,8%	23,9%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	45			ROE, just.	22,2%	17,4%	24,8%	30,5%		
EV	909			ROCE, just.	19,9%	16,5%	25,4%	32,9%		
Free float	39%			EV/Sales	3,4x	3,6x	2,6x	1,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	253k			EV/EBITDA	17,7x	19,1x	11,5x	7,4x		
Bloomberg Ticker	EQL SS EQUITY			EV/EBIT	21,4x	23,6x	13,1x	8,1x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	27,9x	29,2x	16,5x	10,1x		
Ludvig Svensson				P/EK	5,6x	4,7x	3,6x	2,7x		
ludvig.svensson@penser.se				FCF yield	2%	2%	2%	4%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,4x	0,5x	0,1x	-0,2x		

## Investment case

I EQL ser vi ett bolag med ett tydligt fokus inom nischgenerika. Generika är kopior på godkända läkemedel som är tillåtna att säljas när patentet på läkemedlet har löpt ut. Karaktäristiskt för EQL är att bolaget siktar in sig på originalläkemedel där konkurrensen, trots patentutgång, är mycket begränsad eller helt saknas. Det här utgör en tydlig differentiering från större generikabolag som primärt jagar storsäljande originalläkemedel. Vi gillar bolagets unika produktstrategi som visat sig fungera väl och känner konfidens kring att den kommer att fortsätta leverera.

En potentiell investerare i EQL bör attraheras av den goda historiken av att leverera tillväxt, stabila intäcksflöden, samt det positiva kassaflödet. När EQL väl har färdigutvecklat och lanserat en ny produkt adderar de en intäcksström som, tack vare den begränsade konkurrensen, kommer att vara ohotad under mycket lång tid.

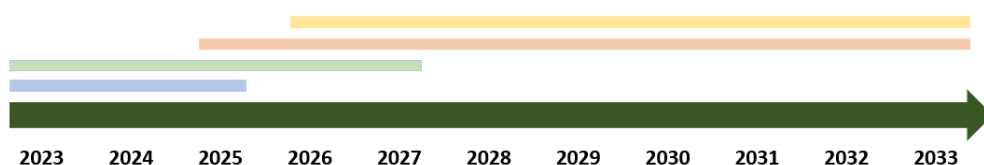
EQL:s kärnkompetens ligger i att identifiera produktmöjligheter och använda sitt existerande nätverk för att snabbt få ut produkterna på marknaden. Bolaget har i dagsläget en bred portfölj bestående av 26 marknadsförda produkter, samt ytterligare 36 projekt i pipeline. Intäktsbasen i bolaget är väldiversifierad och i dagsläget utgör de fem viktigaste läkemedlen cirka 60–65% av omsättningen.

I samband med bokslutet 2020/2021 fastställde EQL ett 4-årigt finansiellt mål om att uppnå en genomsnittlig omsättningstillväxt för kärnverksamheten om 40% per år. Så här långt har bolaget levererat på detta mål, med en genomsnittstillväxt om cirka 46% inom kärnverksamheten till och med 2022. Vi förväntar oss att bolaget fortsätter leverera på sitt mål i år och nästa.

De tydligaste tillväxtdrivarna i EQL i närtid är att addera fler produkter i Skandinavien samt att lansera befintliga produkter på nya europeiska marknader. Den riktigt stora långsiktiga tillväxtpotentialen ser vi i royaltyintäkter från bolagets varumärken, så som Mellozzan och Memprex, samt lansering av nya (regionanpassade) produkter i Europa. Dessutom ser vi en möjlighet att opportunistiska förvärv kan addera tillväxt i bolaget.

### Tillväxt drivare i EQL

- 1) Addera fler produkter i Skandinavien
- 2) Lansering av skandinaviska produkter i övriga Europa
- 3) Royaltyintäkter från varumärkena Mellozzan och Memprex
- 4) Lansering av nya produkter i Europa
- 5) Förvärv



Källa: EPB

## Rapportutfall och estimatförändringar

### Q2 2023/2024 - EPB-estimat och utfall

	Q2 23A	Q2 23 (EPB)	Δ%
Nettoomsättning	60	61	-2%
Kostnad sålda varor	-36	-32	
<b>Bruttoresultat</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>-18%</b>
OPEX	-16	-17	
<b>EBITDA</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>-30%</b>
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>-34%</b>
Finansnetto	-1	-1	
<b>EBT</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>-35%</b>
Skatt	-1	-2	
<b>Periodens resultat</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>-33%</b>
<i>Tillväxt y/y</i>	<i>-19%</i>	<i>-17%</i>	
<i>Brutto %</i>	<i>40%</i>	<i>48%</i>	
<i>EBITDA %</i>	<i>14%</i>	<i>20%</i>	

Källa: Bolaget, EPB

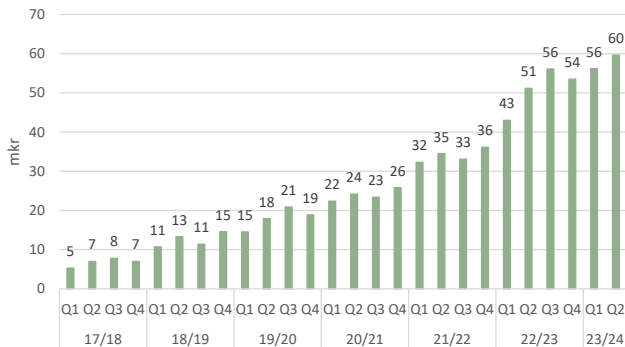
### Kvartalsestimat 2023/2024

	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2023/2024
Nettoomsättning	56	60	64	72	252
Kostnad sålda varor	-30	-36	-34	-38	-137
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>115</b>
Försäljningskostnader	-11	-11	-11	-13	-47
Administrationskostnader	-5	-3	-4	-5	-17
Forskning och utvecklingskostnader	-2	-3	-3	-4	-12
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	1
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>48</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>39</b>
Finansnetto	1	-1	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>37</b>
Skatt	-2	-1	-2	-3	-8
<b>Periodens resultat</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>30</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>47%</i>	<i>40%</i>	<i>47%</i>	<i>48%</i>	<i>46%</i>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>18%</i>	<i>14%</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>19%</i>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>

Källa: EPB

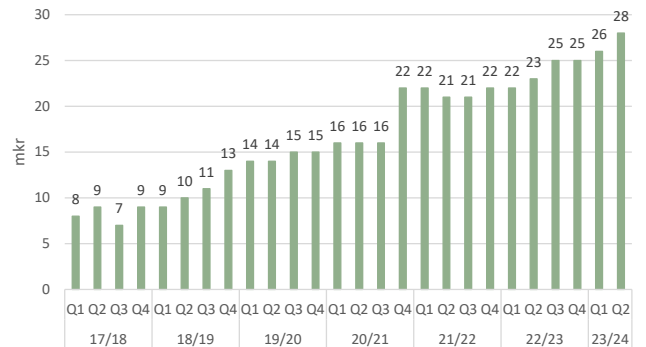
## Finansiell översikt

### Omsättning per kvartal (ex. engångsförsäljning)



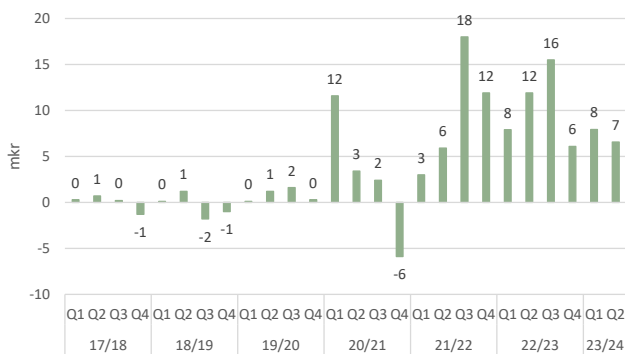
Källa: EPB

### Antal marknadsförda produkter per kvartal



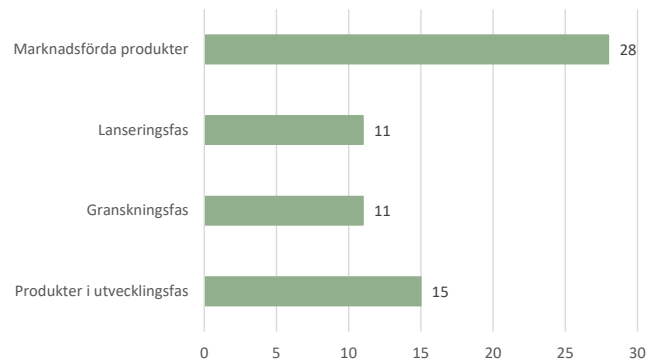
Källa: EPB

### EBIT per kvartal



Källa: EPB

### Total pipeline av produkter, utgången Q2 2023/2024



Källa: EPB

## Värdering

### DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	431	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	10%	11%	<b>12%</b>	13%	14%
PV of terminal value (perpetuity formula)	973	Market risk premium	5.5%	NPV	1915	1599	<b>1358</b>	1168	1016
<b>Enterprise value</b>	<b>1403</b>	Small cap premium	4%	NPV/share	66	55	<b>47</b>	40	35
Latest net debt	45	Extra risk premium	0%						
<b>Equity value</b>	<b>1358</b>	WACC	12.0%						
No. of shares outstanding (millions)	29.1								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>47</b>								

Implicit multipl.	23/24e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	3.2	Long term growth rate	3%
EV/EBITDA	20.7	Long term EBIT margin	30%
EV/EBIT	27.0	Depreciation (% of sales)	nm.
EV/NOPLAT	25.8	Capex (% of sales)	nm.
P/E	38.9	Working cap. (% of sales)	nm.
ROIC/WACC	1.3	Tax rate	20.6%
Current Share price	27.5		

Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
<b>Nettoomsättning</b>	179	410	260	252	350	468
<b>Totala intäkter</b>	179	410	260	252	350	468
Kostnad sålda varor	-128	-314	-144	-137	-186	-239
<b>Bruttoresultat</b>	51	96	116	115	165	229
Försäljningskostnader	-19	-37	-45	-47	-55	-67
Administrationskostnader	-9	-11	-15	-17	-24	-28
R&D-kostnader	-5	-3	-6	-3	-8	-12
Övriga rörelsekostnader	1	0	0	1	1	1
<b>EBITDA</b>	18	45	50	48	79	123
<b>EBITDA, justerad</b>	18	45	50	48	79	123
<b>EBITA, justerad</b>	18	45	50	48	79	123
<b>EBIT</b>	11	39	41	39	69	112
<b>EBIT, justerad</b>	11	39	41	39	69	112
Finansnetto	-1	-3	-2	-1	-4	-5
<b>Resultat före skatt</b>	10	36	39	37	66	107
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	10	36	39	37	66	107
Total skatt	0	-4	-8	-8	-14	-22
<b>Nettoresultat</b>	10	32	31	30	52	85
<b>Nettoresultat, justerad</b>	10	32	31	30	52	85
<i>Intäktstillväxt</i>	-	>100%	-37%	-3%	39%	34%
<i>Bruttomarginal</i>	28,5%	23,5%	44,6%	45,6%	47,0%	49,0%
<i>EBIT-marginal, justerad</i>	6,4%	9,5%	15,9%	15,3%	19,8%	23,9%
<i>EPS, justerad</i>	0,36	1,09	1,06	1,02	1,80	2,93
<i>EPS-tillväxt, justerad</i>	-	>100%	-2%	-5%	77%	63%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Kassaflödesanalys

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	11	39	41	39	69	112
Övriga kassaflödesposter	21	16	23	17	11	2
Förändringar i rörelsekapital	31	-2	-28	-13	-36	-58
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	64	53	36	42	45	56
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-55	-21	-20	-25	-25	-25
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-55	-22	-21	-25	-25	-25
<b>Fritt kassaflöde</b>	9	31	16	17	20	31
Förändring av skulder	13	-10	-3	-5	0	0
Övriga poster	0	0	-1	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	13	-10	-4	-5	0	0
<b>Kassaflöde</b>	22	21	12	13	20	31
<b>Nettoskuld</b>	-9	30	22	22	6	-30

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Balansräkning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	100	110	115	120	133	146
Materiella anläggningstillgångar	5	4	3	4	5	5
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>118</b>	<b>124</b>	<b>138</b>	<b>151</b>
Varulager	42	42	65	83	102	140
Kundfordringar	22	34	52	48	63	80
Övriga omsättningstillgångar	7	6	6	5	7	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	41	44	40	56	92
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>98</b>	<b>123</b>	<b>167</b>	<b>176</b>	<b>228</b>	<b>321</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>204</b>	<b>238</b>	<b>286</b>	<b>300</b>	<b>366</b>	<b>472</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	91	124	155	184	237	322
<b>Summa eget kapital</b>	<b>91</b>	<b>124</b>	<b>155</b>	<b>184</b>	<b>237</b>	<b>322</b>
Långfristiga räntebärande skulder	11	10	2	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	0	4	12	8	4	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	6	60	64	60	60	60
Leverantörsskulder	19	16	30	25	35	47
Övriga kortfristiga skulder	76	23	23	20	28	37
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>123</b>	<b>144</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>204</b>	<b>238</b>	<b>286</b>	<b>300</b>	<b>366</b>	<b>472</b>

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Tillväxt och marginaler

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	-	>100%	-37%	-3%	39%	34%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	11%	-5%	67%	55%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	6%	-7%	80%	62%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-2%	-5%	77%	63%
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	45,6%	47,0%	49,0%
EBITDA-marginal	9,9%	11,0%	19,2%	18,9%	22,6%	26,3%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	11,0%	19,2%	18,9%	22,6%	26,3%
EBIT-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	15,3%	19,8%	23,9%
EBIT-marginal, justerad	6,4%	9,5%	15,9%	15,3%	19,8%	23,9%
Vinst-marginal, justerad	5,8%	7,7%	11,9%	11,7%	14,9%	18,2%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Avkastning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	29%	22%	17%	25%	31%
ROCE, justerad	Neg.	26%	20%	16%	25%	33%
ROIC, justerad	Neg.	33%	25%	20%	31%	42%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	24%	10%	25%	33%	29%	30%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	8%	20%	19%	18%	17%
Leverantörsskulder / KSV	15%	5%	21%	18%	19%	20%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	62%	27%	56%	52%	45%	42%
Rörelsekapital / totala intäkter	-13%	10%	27%	36%	31%	31%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	2,1x	1,2x	1,0x	1,2x	1,2x

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	-9	30	22	22	6	-30
Soliditet	45%	52%	54%	62%	65%	68%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-0,5x	0,7x	0,4x	0,5x	0,1x	-0,2x

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Aktiedata

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	0,36	1,09	1,06	1,02	1,80	2,93
EPS, justerad	0,36	1,09	1,06	1,02	1,80	2,93
FCF per aktie	0,31	1,08	0,54	0,60	0,67	1,08
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,14	4,25	5,32	6,34	8,14	11,1
Antal aktier vid årets slut, m	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1

Källa: EQL Pharma AB, EPB

## Värdering

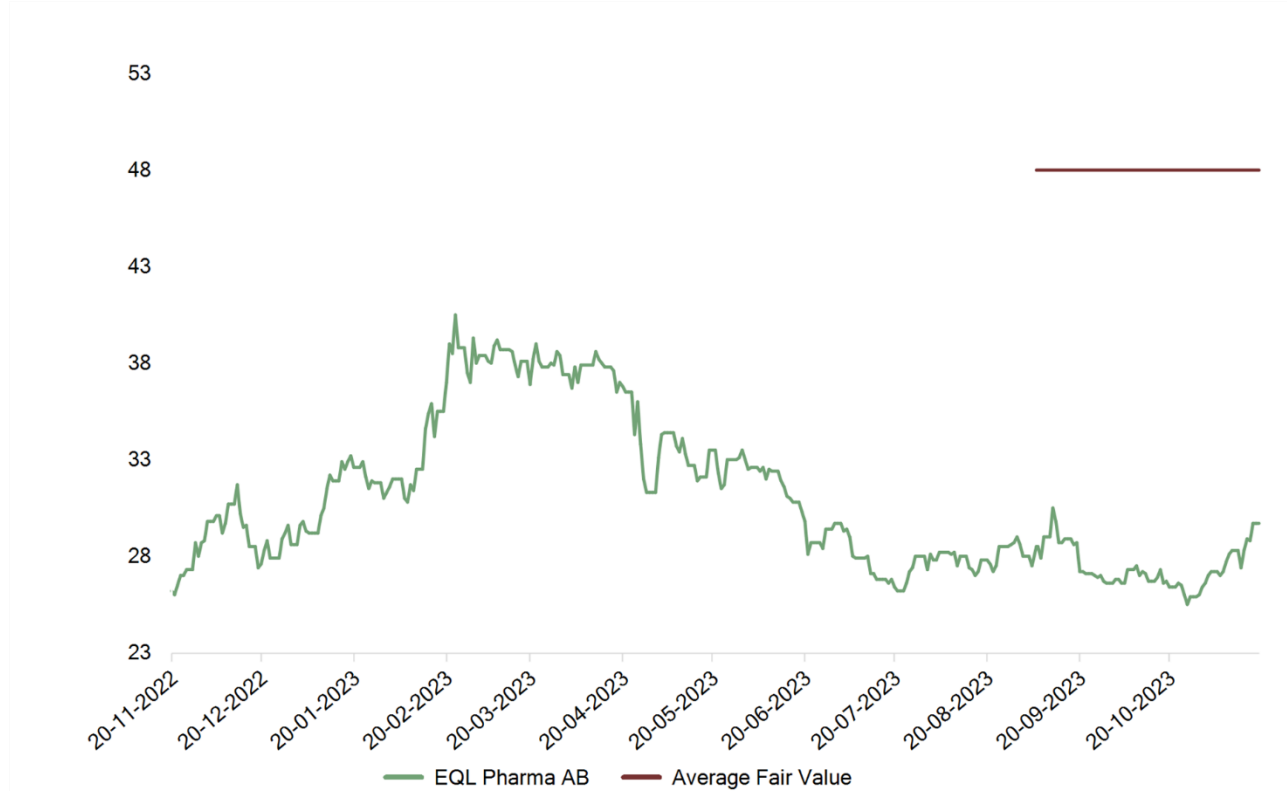
	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	10,1x	2,4x	27,9x	29,2x	16,5x	10,1x
P/EK	1,2x	0,6x	5,6x	4,7x	3,6x	2,7x
P/FCF	11,8x	2,4x	54,9x	49,4x	44,2x	27,4x
FCF-yield	8%	41%	2%	2%	2%	4%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	0,3x	3,4x	3,6x	2,6x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	2,7x	17,7x	19,1x	11,5x	7,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,1x	21,4x	23,6x	13,1x	8,1x
EV	Neg.	121	885	909	909	909
Aktiekurs	-	3,2	29,7	29,7	29,7	29,7

Källa: EQL Pharma AB, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### EQL Pharma AB (EQL 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 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](http://www.penser.se)