



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 12 February 2021

Surgical Science

Stark OEM tillväxt

Omsättning ifrån OEMs imponerar

Omsättningen i Q4 uppgick till 39,6 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 1% y/y. Rensat för fx uppgick tillväxten till 8% y/y. EBITDA uppgick till 16,8 mkr, i linje med våra estimat. Tillväxten i segmentet industry/OEM uppgick till 26%, trots en låg attach rate hos storkunden ISRG. Tillväxten drivs av försäljningen från den bredare kundbasen där konsulttimmar sålts för den kommande Auris anpassningen.

Mindre förändringar

Vi ser en fortsatt osäkerhet kring CAPEX inom sjukvården, detta gör att vi sänker våra försäljningsestimater med 8% 2021 och 5% på nästkommande år. Vår bedömning är dock att de flesta av dessa investeringar bara skjuts in i framtiden vilket gör att vi bibehåller estimaten för 2023-2024. Vi ser positivt på den starka tillväxten educational products visat i USA där man tack vare en skräddarsydd modul slagit försäljningsrekord.

Bibehåller motiverat värde

Vi anser att SuS är väl rustade operationellt och finansiellt för att möta en fortsatt turbulens på kort sikt. De långsiktiga förutsättningarna kvarstår och SuS visar med de starka siffrorna i från industriella samarbeten att kundbasen under 2020 har blivit mer diversifierad. Vi bibehåller därför vårt motiverade värde om 135-140 kr.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	135.00 - 140.00	
EPS, just 21e	1.16	1.31	-11.0%	Sales,m	105	191	250	313	Current price	122.80
EPS, just 22e	1.57	1.71	-8.2%	Sales Growth	3.2%	82.1%	31.0%	25.1%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	2.14	2.14	0.0%	EBITDA, m	48	74	93	120		
				EBIT, m	20.0	55.6	75.0	101.8		
				EPS, adj	0.45	1.16	1.57	2.14		
				EPS Growth	4.7%	158.3%	35.3%	35.8%		
				Equity/Share	11.3	20.9	22.5	24.6		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	NA%	29.2%	30.0%	32.6%		
				ROE (%)	6.7%	5.6%	7.0%	8.7%		
				ROCE	10.3%	10.9%	14.2%	18.7%		
				EV/Sales	43.63x	23.96x	18.29x	14.63x		
				EV/EBITDA	95.3x	62.1x	49.2x	38.2x		
				EV/EBIT	229.0x	82.2x	61.0x	44.9x		
				P/E, adj	272.9x	105.7x	78.1x	57.5x		
				P/Equity	10.9x	5.9x	5.5x	5.0x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.2%	0.5%	1.0%	1.5%		
				Net Debt/EBITDA	(1.8)g	(3.8)g	(3.5)g	(3.2)g		

Kommande händelser	
Q1'21 rapport	05/11/2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	37.9m
Market cap	4,660
Nettoskuld	(87)
EV	4,573
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)
Reuters/Bloomberg	SUS.ST/SUS.SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Stark OEM tillväxt

Investment Case

Surgical Science rider på flertalet makrotrender inom sjukvården där de två mest intressanta är ökade krav på validering och övergången till robotkirurgi. Genom att vara världsledande på utveckling av medicinska simulatorer inom laparoskopi är man positionerad för att möta en ökad efterfrågan till följd av ökade krav på validering. Bolaget är även världsledande inom utveckling av simulatorer för robotkirurgi, en typ av ingrepp som p.g.a. höga kostnader varit underanvänt trots överlägsna resultat. Genom fler aktörer på marknaden där SUS jobbar nära 5 av de ledande kommer användandegraden öka från 2% globalt till närmare 20% 2030.

Bolags profil

Verkar på en marknad som gynnas av starka makrotrender

Surgical Science rider på en stark strukturell tillväxt som har sin grund i att kirurgi är inne i ett paradigmskifte. I appendix följer en tidslinje framtagen av det amerikanska bolaget Medtronic om hur kirurgin utvecklats från 60-talet till idag. Genom sitt segment Educational Products har SUS ridit på övergången från traditionell kirurgi till titthålskirurgi (minimally invasive surgery, MIS) och genom affärsområdet Industry/OEM får bolaget en exponering mot den växande robotkirurgin.

I dagsläget finns det ca 39 000 kirurger utbildade för att genomföra robotkirurgiska ingrepp. De system som finns är dock underutnyttjade och endast 2% av möjliga ingrepp genomförs med robotkirurgi, trots stora medicinska fördelar. Nedan redovisas de anledningar som det amerikanska bolaget Medtronic stött på i en undersökning om varför inte robotkirurgi används mer.

Kostnad: Höga kostnader är den främsta anledningen till den låga nyttjandegraden av robotassisterad kirurgi (RAS). Enligt australiensiska NHS krävs 150-200 ingrepp för att motivera investeringen om USD 0,5-2,5m. Enligt Medtronics undersökning är det även den höga kostnaden per ingrepp som gör att RAS-system underutnyttjas. Ett ingrepp med en da Vinci-robot kostar 700-3 500 USD.

Nyttjandegrad: Den största anledningen förutom kostnader till att nyttjandegraden är låg inom robotkirurgi är att de system som för närvarande finns på marknaden kräver en specialdesignad operationssal. Detta begränsar användandet av RAS till stora kliniker med möjlighet att specialbygga operationsalar.

SUS samarbetar med fyra olika bolag som alla befinner sig i olika stadier av utvecklingen. Förutom marknadsledaren Intuitive Surgical med en marknadsandel kring 90% har man utvecklat simuleringsmjukvaran till den brittiska utmanaren CMR som börjat säljas under 2020. SUS kommer att utveckla simuleringsmjukvaran åt J&J:s utmanare som ska inleda studier på människa H2 2022 och förmodas ta en hög marknadsandel. Genom förvärvet av Mimic kommer man även ha Medtronic samt den japanska utmanaren Medicariod som kunder. Medtronic väntas inleda process och erhålla CE- godkännande för sin medicinska robot Hugo under 2021. Vi bedömer att de system där SuS utvecklar simuleringsmjukvaran kommer att nå en marknadsandel på 85-95% under perioden 2021-2030.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 12 February 2021

Sammanfattning

Stark OEM tillväxt

Värdering

Akten undervärderad givet starka långsiktiga trender

Vi har i värderingen tittat på ett antal bolag inom medicinteknik med liknande bruttomarginaler för att hitta en målmultipel. Detta har resulterat i att vi bedömer att bolaget ska värderas på en EV/EBITDA-multipel omkring 35x 2024 och höjer därför vår målmultipel till 35x från 30x vilket också reflekterar den multipelexpansion som skett i marknaden.

SUS har följande finansiella mål för 2024 vilka också ligger nära våra 2024-estimat:

- En omsättning om 400 mkr 2024
- EBITDA-marginal om minst 40%

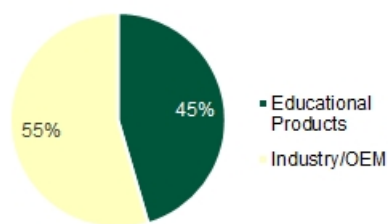
Resonemanget ovan ger en kurs kring 194 kr om bolaget når våra estimat för 2024, vilket ger ett nuvärde på 138 kr med en diskonteringsränta om 12%. Innan ramavtalet med Auris Health annonserades räknade vi med en diskonteringsränta om 14%, men vi bedömer att Auris kommer bli en av de främsta konkurrenterna till ISRG och att avtalet således sänker risken i bolaget. Längst bak i analysen presenteras känslighetstabeller där försäljning, WACC och EV/EBITDA-multipelns betydelse för nuvärdet presenteras.

I estimaten som leder fram till vår 2024-försäljning räknar vi inte med några förvärv. Vi bedömer även att nya, stora OEM-avtal kan göra att bolaget höjer målen vilket gör att vi ser att det kan finnas en ytterligare uppsida jämfört med vårt motiverade värde.

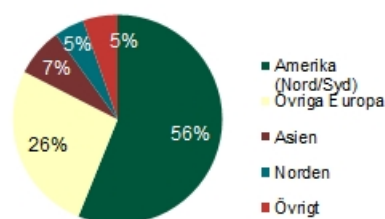
Motiverat värde

Resonemanget ovan ger ett motiverat värde om 135-140 kr.

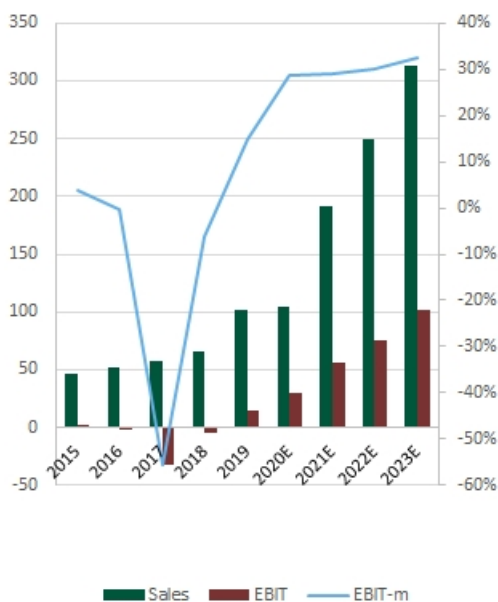
Operativa segment 2020



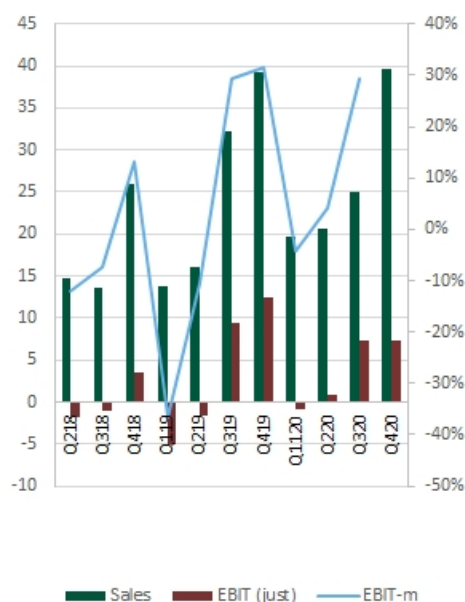
Geografiska Segment 2020



Försäljning och EBIT y/y (mkr)



Försäljning och EBIT q/q (mkr)



Bolagsfakta

Största aktiegare	Röster	Aktier
Marknadspotentialen AB	24,40%	24,40%
Semlin Kapitalförvaltning AB	18,70%	18,70%
Landsnora Software AB	10,10%	10,10%
Handelsbanken Fonder	8,40%	8,40%
Övriga	38,40%	38,40%

Ordförande	Roland Bengtsson
Verkställande direktör	Gisli Hennermark
Finansdirektör	Anna Ahlberg
Investerarkontakt	Anna Ahlberg
Hemsida	https://surgicalscience.com/

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	65,7	101,5	104,8	190,8	250,0	312,6	394,1
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter							
Kostnad sålda varor	-16,5	-17,9	-16,4	-11,7	-35,0	-43,8	-55,2
Bruttovinst	49,2	83,6	88,4	179,1	215,0	268,8	338,9
Försäljningskostnader	-30,7	-38,1	-36,7	-72,5	-75,0	-82,0	-90,0
Admin	-8,8	-12,7	-13,8	-25,0	-30,0	-40,0	-50,0
FOU	-13,7	-16,9	-16,6	-28,0	-35,0	-40,0	-38,0
Övriga kostnader	0,0	-0,7	-1,4	0,0	0,0	-5,0	-5,0
Extraordinära kostnader							
Rörelseresultat (EBITDA)	6,0	30,4	38,0	73,6	93,0	119,8	173,9
Avskrivningar	-10,1	-15,2	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0
Goodwillnedskrivningar							
Resultat (EBIT)	-4,1	15,2	20,0	55,6	75,0	101,8	155,9
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-4,1	15,2	20,0	55,6	75,0	101,8	155,9
Finansisella intäkter	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansniella kostnader	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-4,1	15,3	19,7	55,4	75,0	101,8	155,9
Skatter	-0,4	-2,7	-6,5	-11,3	-15,3	-20,8	-31,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-4,5	12,6	13,2	44,1	59,7	81,1	124,1
Nettoresultat (just)	-4,5	12,6	13,2	44,1	59,7	81,1	124,1

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	-4,5	12,6	13,2	44,1	59,7	81,1	124,1
Icke kassaflödespåverkande poster	10,0	17,0	16,4	-11,6	-6,6	-9,6	-19,5
Förändringar i rörelsekapital	1,4	25,6	-6,4	9,1	8,6	10,6	15,5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	6,9	55,2	23,2	41,6	61,7	82,2	120,1
Investeringar	0,0	-8,9	-8,7	-20,0	-18,0	-18,0	-18,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	6,9	46,3	14,5	21,6	43,7	64,2	102,1
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	200	9	322	0	0	0
Förvärv	0,0	-201,4	0,0	-150,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	1,6	-14,2	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	8	30,7	18,7	193,6	43,7	64,2	102,1
Icke kassaflödespåverkande poster	0						
Nettoskuld (just)	-38,5	-54,3	-87,2	-280,8	-324,5	-388,7	-490,8

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	30,5	327,2	323,4	475,4	475,4	475,4	475,4
Materiella anläggningstillgångar	3,6	9,1	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	5,6	7,2	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Summa anläggningstillgångar	39,8	343,4	338,9	490,9	490,9	490,9	490,9
Varulager	4,7	7,2	12,5	19,1	25,0	31,3	39,4
Kundfodringar	11,3	17,1	18,6	47,7	62,5	78,2	98,5
Övriga omsättningstillgångar	5,5	19,3	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
Likvida medel	38,5	69,2	87,2	280,8	324,5	388,7	490,8
Summa omsättningstillgångar	60,0	112,8	133,4	362,8	427,2	513,3	643,9
SUMMA TILLGÅNGAR	99,7	456,2	472,3	853,6	918,1	1 004,1	1 134,7
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	79	402	427	793	853	934	1 058
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	79,4	401,7	427,0	793,1	852,8	933,9	1 058,0
Långfristiga finansiella skulder	0,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteslunder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	4,4	0,0	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Summa Långfristiga skulder	4,4	15,0	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	15,3	20,0	25,0	31,5
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	15,9	39,6	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3
Summa kortfristiga skulder	15,9	39,6	31,3	46,5	51,3	56,3	62,8
Summa Eget Kapital och skulder	99,7	456,2	472,3	853,6	918,1	1 004,1	1 134,7

Nyckeltal

Aktiedata

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,93	0,37	0,64	1,16	1,57	2,14	3,27
EPS Justerad	-0,93	0,64	0,64	1,16	1,57	2,14	3,27
FCF/aktie	1,42	1,34	0,38	0,57	1,15	1,69	2,69
Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie	16,32	11,64	11,25	20,90	22,48	24,61	27,88
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	4,86	34,50	37,94	37,94	37,94	37,94	37,94
(Choice) Snitt antal aktierefter utspädning							

Värdering

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	-135,7	196,8	196,8	108,4	80,1	59,0	38,5
P/EK	7,7	10,8	11,2	6,0	5,6	5,1	4,5
P/FCF	89,0	93,9	329,0	221,0	109,4	74,5	46,8
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	8,7	42,3	44,8	23,6	17,8	14,1	10,9
EV/EBITDA	95,0	141,3	123,6	61,1	47,9	36,7	24,7
EV/EBIT	-141,2	282,7	235,0	80,9	59,4	43,1	27,5
Aktiekurs, årets slut							
EV, årets slut	574,4	4292,8	4693,8	4500,2	4456,5	4392,3	4290,2

Tillväxt och marginaler

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E	2022E
Omsättningstillväxt	13%	55%	3%	82%	31%	25%	26%
EBIT, tillväxt	-87%	-473%	32%	179%	35%	36%	53%
EPS just, tillväxt	-85%	-169%	0%	82%	35%	36%	53%
EBITDA marginal	9%	30%	36%	39%	37%	38%	44%
EBIT marginal	-6%	15%	19%	29%	30%	33%	40%
Skattesats	-11%	17%	33%	20%	20%	20%	20%

Lönsamhet

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E	2022E
ROE	-6%	3%	3%	6%	7%	9%	12%
ROCE	-4%	3%	4%	7%	8%	10%	14%

Kvartalsvisdata

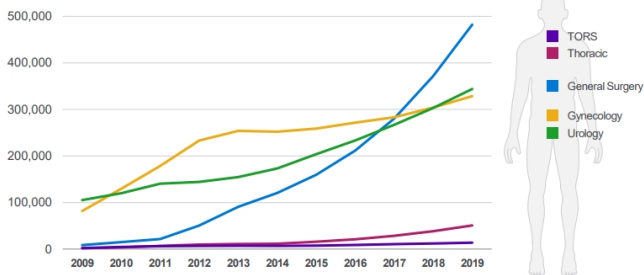
Resultaträkning

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420
Nettoomsättning	11,3	14,8	13,7	25,9	13,8	16,1	32,3	39,3	19,7	20,6	24,9	39,6
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-3,4	-3,7	-3,4	-6,1	-3,4	-3,9	-4,3	-6,3	-3,2	-2,8	-3,4	-7,1
Bruttovinst	7,9	11,2	10,2	19,9	10,4	12,2	28,0	33,0	16,5	17,9	21,5	32,5
Försäljningskostnader	-6,0	-8,0	-7,3	-9,4	-8,3	-8,1	-10,0	-11,7	-9,9	-8,6	-7,8	-10,4
Admin	-2,9	-1,3	-1,3	-3,3	-3,7	-2,0	-3,9	-3,0	3,0	-3,8	-2,9	-4,1
FOU	-3,8	-3,7	-2,6	-3,7	-3,2	-3,7	-4,4	-5,6	5,3	-3,9	-2,9	-4,5
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,9	-0,7	-0,7	-0,9
(Choice) Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-2,2	0,7	1,5	6,1	-2,0	1,3	14,0	17,0	20,3	5,0	11,8	17,8
Avskrivningar	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-3,1	-3,0	-4,5	-4,6	-4,5	-4,1	-4,5	-5,1
Goodwillnedskrivningar												
Resultat (EBIT)	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-5,1	-1,7	9,5	12,4	15,8	0,8	7,3	12,6
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-5,1	-1,7	9,5	12,4	15,8	0,8	7,3	12,6
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Resultat före skatt	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-4,9	-1,7	9,8	12,1	16,3	0,2	6,7	12,0
Skatter	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,1	-0,1	0,4	-2,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-4,7	-1,7	-1,0	2,9	-5,1	-1,8	10,2	9,2	15,9	-0,2	6,3	11,6
Nettoresultat (just)	-4,7	-1,7	-1,0	2,9	-5,1	-1,8	10,2	9,2	15,9	-0,2	6,3	11,6

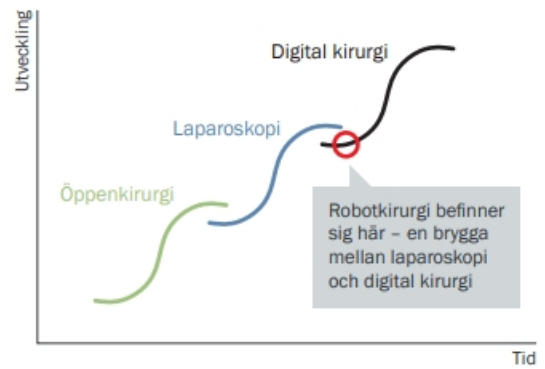
Tillväxt och marginaler

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q120	Q120	Q120
Omsättningstillväxt	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	23%	9%	136%	51%	42%	28%	-23%	1%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	#REF!	nmf	nmf	nmf	280%	-411%	-150%	-23%	2%
Bruttomarginal	70%	75%	75%	77%	75%	76%	87%	84%	84%	87%	86%	82%
EBITDA marginal	nmf	5%	11%	23%	nmf	8%	43%	43%	52%	13%	30%	45%
EBIT marginal	nmf	nmf	nmf	9%	nmf	nmf	24%	32%	40%	2%	19%	32%
Skattesats	nmf	nmf	nmf	16%	nmf	nmf	-4%	23%	nmf	nmf	nmf	nmf

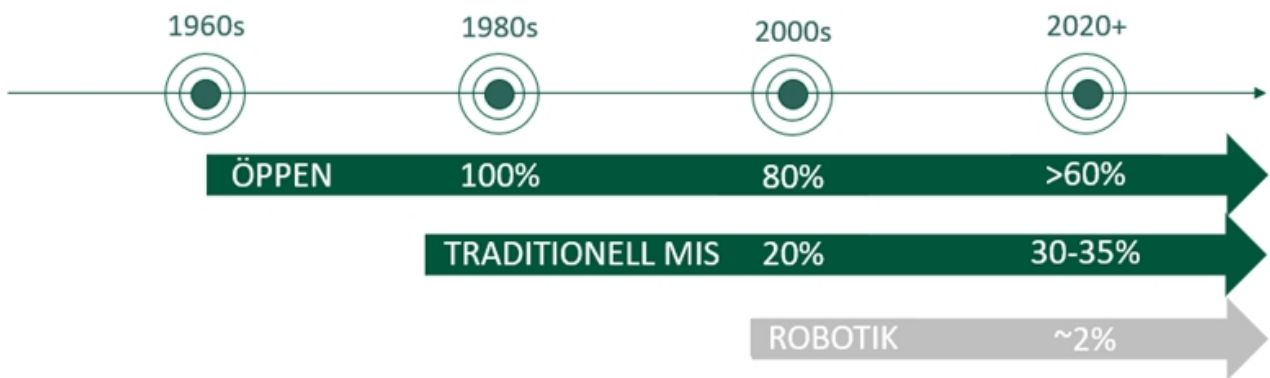
Robotkirurgiska ingrepp



Utveckling robotkirurgi



Kirurgins utveckling



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.

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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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