

Enzymatica

Nytäckning
Rapport
Viktig händelse

Fortsatt tillväxt i befintliga marknader

Risk och avkastningspotential

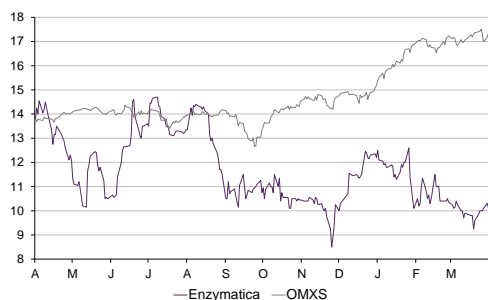
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Hög
Kurs	10.30
Högsta/Lägsta (12M)	14.70/8.50
Antal aktier (m)	25.0
Börsvärde (SEKm)	257
Nettoskuld (SEKm)	-32
Enterprise Value (SEKm)	225
Reuters/Bloomberg	ENZY.ST/ENZY SS
Listning	Aktietorget

Estimat och värdering (SEK)

	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljning	19	38	57	85
EBITDA	-32	-23	-9	5
EBIT	-33	-24	-11	3
Vinst f. skatt	-32	-24	-11	2
EPS, just.	-1.30	-0.95	-0.44	0.08
EK/A	2.50	1.55	1.12	1.19
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	NM
EBIT Marg.	-171.4	-63.6	-19.5	4.0
ROE	-82.9	-46.8	-32.7	6.8
ROCE	-181.5	-91.3	-32.8	7.3
Nettoskuld/EK	-0.61	-0.27	0.41	0.80
EV/Fsg.	13.13	5.94	3.96	2.64
EV/EBITDA	NM	NM	NM	42.8
EV/EBIT	NM	NM	NM	66.5
P/E, just.	NM	NM	NM	131.1
P/EK	4.62	6.63	9.23	8.62
Direktavk.	0.0	0.0	0.0	0.0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
21/07/2015	Q2-rapport	
20/10/2015	Q3-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Ökade marknadsandelar bland svenska apotek

Under kvartalet har bolagets expansion i Norge och Danmark börjat ge resultat. Nettomsättningen steg hela 180% jämfört med Q1 2014 till SEKm 7,0 (2,5), vilket var 6% högre än vad vi räknade med. Även en tillväxt bland svenska apotek ökade och bidrog till försäljningsökningen. Dock uppger bolaget att försäljningen i UK inte har levt upp till förväntningarna. Vi bedömer att UK-marknaden kommer ta fart under H2 2015. Drivet av den starka försäljningen i Skandinavien bibehölls den höga bruttomarginalen om 72% (72%), då bolaget framgångsrikt bedriver direktförsäljning i regionen. Vi räknar med att bruttomarginalen kommer att sjunka i takt med att expansionen utanför Skandinavien tar fart på allvar, då bolaget använder sig av distributionspartners. Rörelseresultatet uppgick till SEKm -9,1 (-6,5), vilket dock var bättre än vad vi räknat med men belastades fortsatt av expansionen i UK. Rensat för detta uppgick rörelseresultatet till SEKm -4,5.

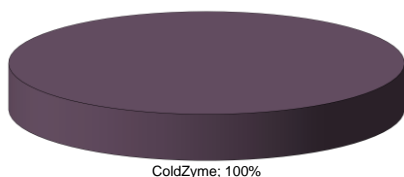
ColdZyme OneCold lanseras i Skandinavien

I linje med bolagets strategi att bredda exponering och produktkännedom för ColdZyme på befintliga marknader kommer bolaget lansera OneCold på den svenska marknaden under maj. OneCold är en mindre förpackning av ColdZyme och motsvarar behovet vid en förkylning till skillnad från ColdZyme som motsvarar ca tre förkylnings tillfällen. Syftet är att attrahera förstagångs användare i större utsträckning än tidigare. Marknadsdata visar att ca 80% av förstagångs användare övergår till återkommande användare, vilket visar på logiken bakom lanseringen av OneCold.

Svag aktie utveckling under kvartalet

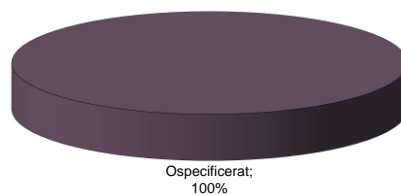
Under de senaste tre månaderna har aktiekursen sjunkit med 18,6% jämfört med Stockholm Small Cap Index som under samma period har stigit med 18,9%. Efter rapporten justerar vi upp vårt försäljningsestimativ till SEKm 38 samt skruvar ner kostnadsprognosen men SEKm 4 för 2015E med anledning av starkare försäljning i befintliga marknader samt lägre expansionskostnader än vi tidigare räknat med.

Enzymatica – Försäljning per segment



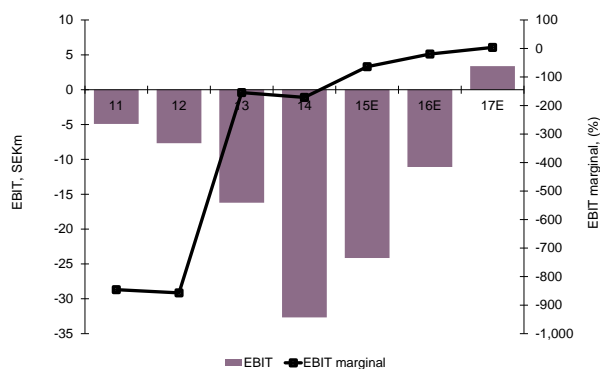
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Försäljning per marknad



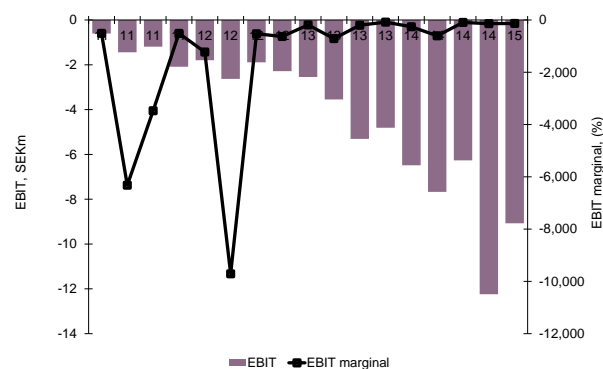
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Resultatutveckling, helår



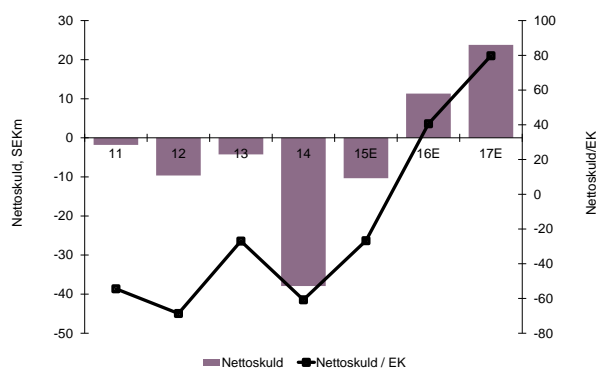
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	257	
Antal utestående aktier (m)	25.0	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	48	
Fritt handlade aktier	73.6%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Medzyme AB	7.3%	7.3%
Humea AB	7.2%	7.2%
Nordic Consulting Group	6.1%	6.1%
Åke Larsson	5.7%	5.7%
Övriga	73.6%	73.6%
Ordförande	Lennart Nilsson	
Verkställande direktör	Fredrik Lindberg	
Finansdirektör	Johan Wennerholm	
Investerarkontakt	Tina Dackemark Lawesson	
Telefon / Internet	+46 (0)46-286 31 00 / www.enzymatica.se	
Nästa rapport	21 July 2015	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Investment case

Unika produkter för att förebygga förkylning

Enzymatica utvecklar medicintekniska produkter inom övre luftvägsinfektioner, orala infektioner samt dermatologiområdet. Produkterna är baserade på ett patenterat enzym med unika egenskaper. Bolagets munspray mot förkylning (ColdZyme) har i en klinisk studie visat signifikanta resultat på att kunna reducera antalet förkylningsdagar med 54% genom att skapa en skyddande barriär. Bolagsledningen känner inte till någon annan produkt på marknaden som är lika effektiv på att förkorta antalet sjukdagar inom förkylning. Marknaden för bolagets produkter finns där det idag saknas botemedel och inga produkter som fungerar tillfredställande.

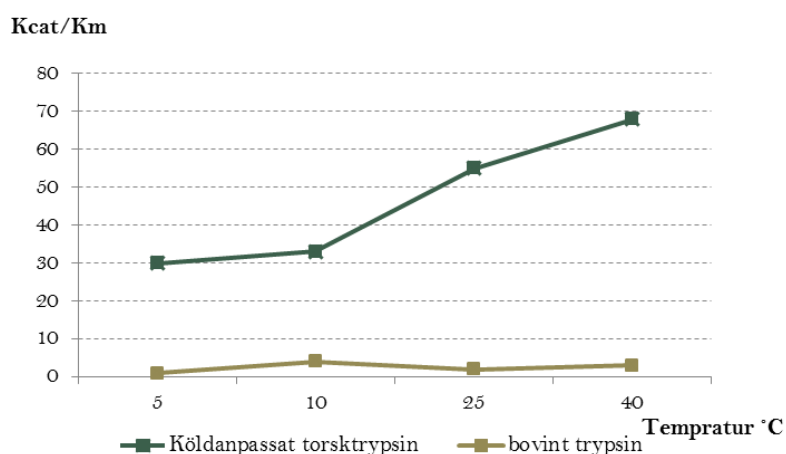
Vad är ett enzym?

Enzym är ett protein, ett äggviteämne, som fungerar som en katalysator, dvs kan öka hastigheten i kemiska reaktioner. De finns hos alla djur, men enzym från arktisk djuphavstorsk har evolutionärt anpassat sig till att vara aktivt runt fyra grader, dvs köldanpassat. Köldanpassningen medför att denna typ av enzymer blir extremt effektiva vid högre temperaturer som kroppstemperatur.

Patenterad enzymteknologi

Enzymatica använder sig av ett köldanpassat trypsin som bildas i torskens bukspottkörtel. Enzymet är utvunnet som en biprodukt vid fiskberedning (från fiskrens) och lämnar ett neutralt ekologiskt avtryck. Enzymet har unika egenskaper som gör det mycket aktivt runt 37°C. Jämfört med trypsiner från däggdjur uppvisar det köldanpassade trypsinet ca 40x högre katalytisk effekt. Detta gör att det mycket effektivt kan skapa en skyddande barriär mot sjukdomsrelaterade proteiner, motverka infektioner av virus och bakterier, dämpa inflammationer samt stimulera läkningsprocesser. Diagram nedan illustrerar enzymets katalytiska effekt jämfört med ett jämfört med vanligt bovintrypsin.

Enzymatica – Köldanpassat trypsins katalytiska effektivitet



Source: Erik Penser Bankaktiebolag, Asgeirsson B, et al. Eur J Biochem. 1989;180:85–94.

Stor marknad

Vi uppskattar att förkylningsmarknaden för de preparat som säljs i butiker (OTC) i Sverige uppgår till ca SEKbn 1,2 per år. Adderar vi de receptbelagdapreparaten inom samma kategori uppgår marknaden till det dubbla. Från lanseringen av ColdZyme i september 2013 tills årsskiftet hade ColdZyme sålt motsvarande nästan 1% av marknaden mätt i volym. Detta indikerar en god potential på den svenska marknaden. Till detta kan vi nu addera förkylningsmarknaden från Norge, Danmark och Storbritannien som omsätter ca SEKm 367 och SEKbn 6,4 under 2013.

Enzymatica – Våra estimatförändringar (SEK)

	2015E			2016E			2017E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	38	38	1.1%	56	57	1.1%	84	85	1.1%
EBIT	-28	-24	NM	-11	-11	NM	4	3	-4.1%
EPS just.	-1.11	-0.95	NM	-0.42	-0.44	NM	0.08	0.08	-4.6%

Source: Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Nettoomsättning	-	-	-	1	1	10	19	38	57	85
Övriga intäkter	-	-	-	1	0	1	1	1	1	1
Personalkostnader	-	-	-	-3	-5	-9	-14	-16	-20	-21
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-3	-4	-19	-38	-45	-47	-60
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-5	-8	-16	-32	-23	-9	5
Avskrivningar	-	-	-	-0	-0	-0	-1	-1	-2	-2
Goodwill-avskrivningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat	-	-	-	-5	-8	-16	-33	-24	-11	3
Extraordinära poster	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-	-	-	-0	0	0	0	0	0	-1
Resultat före skatt	-	-	-	-5	-8	-16	-32	-24	-11	2
Skatter	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	-	-	-	0	1	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	-5	-8	-16	-32	-24	-11	2

Kassaflödesanalys

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-5	-8	-16	-32	-23	-9	5
Förändring av rörelsekapital	-	-	-	0	1	-3	-10	-1	-9	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-0	-0	0	1	1	0	-1
Kassaflöde från löpande verksamheter	-	-	-	-5	-7	-18	-41	-23	-17	-7
Finansiella nettokostnader	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Betald skatt	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Investeringar	-	-	-	-0	-3	-5	-4	-5	-5	-5
Fritt kassaflöde	-	-	-	-5	-10	-23	-45	-28	-22	-12
Utdelningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	-	-	-	7	18	18	78	0	30	0
Övriga justeringar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-	-	-	2	8	-5	34	-28	8	-12
Ikke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	-2	-10	-4	-38	-10	11	24

Balansräkning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	-	-	-	1	4	8	11	12	11	11
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	0	0	0	0	3	6	9
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	-	-	-	1	4	8	12	15	17	20
Varulager	-	-	-	2	2	6	12	16	19	28
Kundfordringar	-	-	-	0	1	8	11	16	32	48
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	-	-	-	2	10	4	38	10	19	6
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	4	12	18	61	42	70	82
SUMMA TILLGÅNGAR	-	-	-	5	16	26	72	56	86	103
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	-	-	-	3	14	16	62	39	28	30
Minoritetsintressen	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	-	-	-	3	14	16	62	39	28	30
Långfristiga finansiella skulder	-	-	-	0	0	0	0	0	30	30
Pensionsavsättningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	-	-	-	0	0	0	0	0	30	30
Kortfristiga finansiella skulder	-	-	-	1	2	10	10	17	28	43
Leverantörsskulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	-	-	-	1	2	10	10	17	28	43
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	-	-	-	5	16	26	72	56	86	103

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Vinst per aktie, rapporterad	-	-	-	-0.37	-0.42	-0.86	-1.30	-0.95	-0.44	0.08
Vinst per aktie, justerad	-	-	-	-0.37	-0.42	-0.86	-1.30	-0.95	-0.44	0.08
Rörelsens kassaflöde/aktie	-	-	-	-0.33	-0.41	-0.98	-1.63	-0.92	-0.69	-0.29
Fritt kassaflöde per aktie	-	-	-	-0.36	-0.58	-1.23	-1.79	-1.10	-0.87	-0.50
Utdelning per aktie	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Eget kapital per aktie	-	-	-	0.23	0.79	0.84	2.50	1.55	1.12	1.19
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	-	-	0.18	0.57	0.41	2.05	1.07	0.66	0.75
Substansvärde per aktie	-	-	-	0.18	0.57	0.41	2.05	1.07	0.66	0.75
Nettoskuld per aktie	-	-	-	-0.12	-0.54	-0.23	-1.52	-0.41	0.45	0.95
EV per aktie	-	-	-	5.58	12.94	19.36	10.03	9.89	10.75	11.25
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	14.7	17.9	18.8	25.0	25.0	25.0	25.0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	14.7	17.9	18.8	25.0	25.0	25.0	25.0

Värdering

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	131.1
P/E-tal, justerat	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	131.1
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-6.3	-4.3	-6.3	-15.5	-10.7	-8.4	-4.9
Direktavkastning	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0.0
Kurs/eget kapital	-	-	-	25.35	17.14	23.38	4.62	6.63	9.23	8.62
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	32.34	23.50	47.80	5.64	9.65	15.51	13.75
Kurs/substansvärde	-	-	-	32.34	23.50	47.80	5.64	9.65	15.51	13.75
EV/omsättning	-	-	-	141.36	258.53	34.65	13.13	5.94	3.96	2.64
EV/EBITDA	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	42.8
EV/rörelseresultat	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	66.5
Aktiekurs, årsslut	-	-	-	5.71	13.48	19.59	11.55	10.30	10.30	10.30
Aktiekurs, årshögsta	-	-	-	7.61	15.03	35.88	19.40	12.60	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	-	3.34	5.52	13.04	8.50	9.25	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	-	5.58	8.87	24.45	13.19	11.00	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	84	241	368	288	257	257	257
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	82	231	363	250	225	225	225

Tillväxt och marginaler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	-	-	-	53.9	1,072.1	81.7	99.0	50.0	50.0
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Vinst per aktie, årsförändring	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-	-	-	-842.8	-855.0	-153.0	-168.3	-59.9	-15.2	6.2
EBITA marginal	-	-	-	-845.9	-857.2	-154.5	-171.4	-63.6	-19.5	4.0
Rörelsemarginal	-	-	-	-845.9	-857.2	-154.5	-171.4	-63.6	-19.5	4.0
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-857.6	-845.6	-154.5	-169.9	-62.4	-19.1	2.3
Nettomarginal, justerad	-	-	-	-926.6	-845.6	-154.5	-169.9	-62.4	-19.1	2.3
Skattesats	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0.0

Lönsamhet

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Avkastning på eget kapital	-	-	-	-	-87.1	-108.8	-82.9	-46.8	-32.7	6.8
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-71.7	-52.9
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-	-	-	-259.2	-203.9	-181.5	-91.3	-32.8	7.3
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-153.8	-100.4

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Investeringar	-	-	-	0	3	5	4	5	5	5
Investeringar/omsättning	-	-	-	79.9	346.5	43.9	20.6	12.3	8.0	6.0
Investeringar/avskrivningar	-	-	-	25.6	156.9	27.9	6.6	3.3	1.9	2.7
Varulager/omsättning	-	-	-	258.0	204.8	54.1	62.4	41.2	33.3	33.3
Kundfordringar/omsättning	-	-	-	81.5	80.0	74.8	56.5	41.2	56.0	56.0
Leverantörsskulder/omsättning	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rörelsekapital/omsättning	-	-	-	339.5	284.8	128.9	118.9	82.3	89.3	89.3
Kapitalomsättningshastighet	-	-	-	-	0.09	0.50	0.39	0.59	0.80	0.90

Finansiell ställning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	-2	-10	-4	-38	-10	11	24
Soliditet	-	-	-	71.4	87.8	60.5	86.5	68.9	32.3	29.1
Skuldsättningsgrad	-	-	-	-0.54	-0.69	-0.27	-0.61	-0.27	0.41	0.80
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	-0.02	-0.04	-0.01	-0.13	-0.04	0.04	0.09
Nettoskuld/EBITDA	-	-	-	0.4	1.3	0.3	1.2	0.5	-1.3	4.5

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

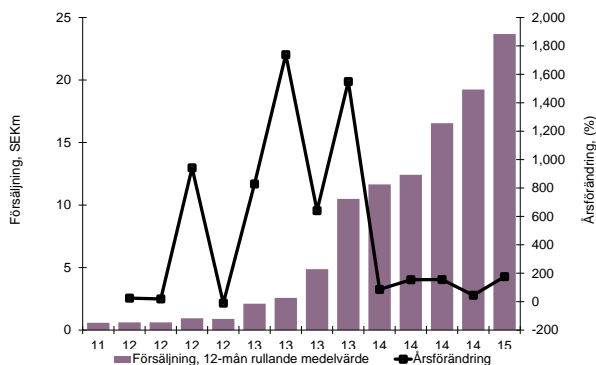
	Q212	Q312	Q412	Q113	Q213	Q313	Q413	Q114	Q214	Q314	Q414	Q115
Nettoomsättning	0	0	0	1	0	3	6	3	1	7	9	7
Övriga intäkter	0	-0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-1	-2	-2	-6	-8	-7	-6	-8	-17	-13
Resultat före avskrivningar	-3	-2	-2	-3	-4	-5	-5	-6	-8	-6	-12	-9
Avskrivningar och amorteringar	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	0
Rörelseresultat	-3	-2	-2	-3	-4	-5	-5	-6	-8	-6	-12	-9
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	1	0	-0	-0	-0	0	0	0	0	-0	0
Resultat före skatt	-4	-1	-2	-3	-4	-5	-5	-6	-8	-6	-12	-9
Resultat före skatt, justerat	-4	-1	-2	-3	-4	-5	-5	-6	-8	-6	-12	-9
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporter	-4	-1	-2	-3	-4	-5	-5	-6	-8	-6	-12	-9

Tillväxt och marginaler

	Q212	Q312	Q412	Q113	Q213	Q313	Q413	Q114	Q214	Q314	Q414	Q115
Nettoomsättning	18.8	941.7	-10.8	828.4	1,738.9	640.4	1,549.2	85.7	154.4	156.0	44.9	176.0
Rörelseresultat	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-9,572.0	-518.4	-627.8	-184.7	-704.8	-198.9	-79.5	-255.1	-601.5	-88.0	-139.0	-130.3
Rörelsemarginal	-9,709.8	-528.8	-629.0	-187.3	-712.0	-200.6	-80.3	-257.2	-605.7	-92.5	-141.1	-130.3
Vinstmarginal, justerad	-13,888.6	-217.1	-594.4	-187.5	-717.1	-201.2	-80.1	-256.6	-592.0	-90.5	-141.6	-129.4
Skattesats	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

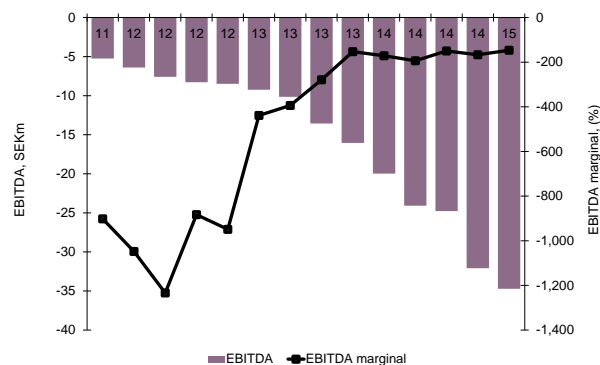
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



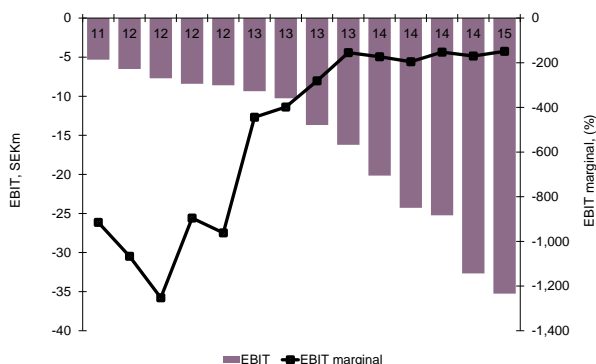
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



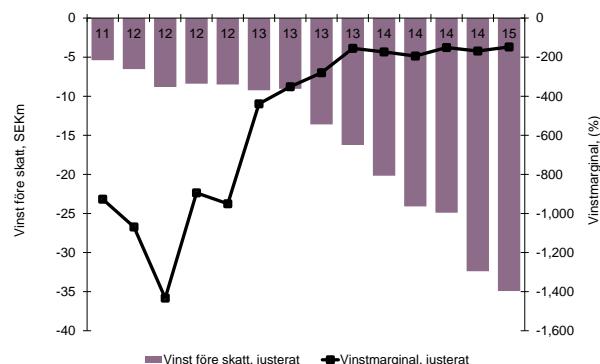
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Enzymatica – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Denna publikation har sammanställts av Erik Penser Bankaktiebolag för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser kan inte garanteras.

Erik Penser Bankaktiebolags medgivande krävs om hela eller delar av denna publikation mångfaldigas eller sprids.

Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon 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. Informationen i publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller rekommendation 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. Erik Penser Bankaktiebolag frånsäger 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.

Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat "Etiska Regler" och "Riktlinjer för Intressekonflikter". Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom företaget och bygger på restriktioner (Chinese Walls) i kommunikationerna mellan analysavdelningen och företagets andra avdelningar. Det kan dock föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan det analyserade bolaget och någon annan avdelning än Analysavdelningen. Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat interna restriktioner för när handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsanalys.

I denna publikation har analytikern redovisat och återgett sin personliga uppfattning om bolaget och/eller det finansiella instrumentet. Erik Penser Bankaktiebolag kan erhålla ersättning från bolaget som belyses i analysen. Ersättningen är på förhand avtalad och inte beroende av innehållet i publikationen. Den eller de som sammanställt denna publikation har inget uppdragsförhållande med det analyserade bolaget.

Erik Penser Bankaktiebolag har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bankaktiebolag (*publ.*)
Biblioteksgatan 9 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se