



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 5 January 2021

## ArcAroma

### Upplagt för händelserikt 2021

#### Mycket att se fram emot 2021

ArcAroma har en intressant portfölj av oliveCEPT enheter på plats hos kunder i såväl Europa som i Kina, vilket pekar på att ringarna på vattnet sprids allt snabbare i olivoljeindustrin kring ArcAromas teknologi och dess fördelar. Även juiceCEPT, med potentiella applikationer inom såväl juiceproduktion som inom mejeriindustrin har potential att etableras hos viktiga kunder under 2021.

#### Hög aktivitet i ArcAroma, covid-19 till trots

Utvärderingsprojekt och försäljningsarbete har försenats i spåren av covid-19, likt för många andra branscher. ArcAroma har dock visat på ett antal nya utvärderingsavtal under 2020 vilket pekar på en hög aktivitet samt att budskapet om fördelarna med deras produkter i allt högre grad når fram till potentiella kunder. 2021 har även inletts med ett nytt strategiskt partnerskap i Kina avseende juiceCEPT+.

#### Stor uppsida i aktien, med en stabil balansräkning i ryggen

Vi ser ett motiverat värde på 50 kr per aktie i ArcAroma. Detta baseras på en prognos om en försäljning av 50 CEPT-enheter 2023, med en EBITDA-multipel på 5x samt diskonterat till idag. Givet ArcAromas stabila finansiella situation ser vi att den höga risken kompenseras av den höga potential en accelererande kommersialisering innebär under kommande år.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr			19	20e	21e	22e	Motiverat värde	50.00 - 55.00	
EPS, just 20e	-2.65	-2.51	-5.6%	Sales,m	5	2	75	167	Current price	SEK30.20	
EPS, just 21e	2.04	0.68	200.4%	Sales Growth	0.0%	(56.5)%	3,148.1%	122.5%	Risiknivå	High	
EPS, just 22e	7.2	1.15	524.4%	EBITDA, m	(13.2)	(22.3)	45	127	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 		
				EBIT, m	(20.7)	(32.8)	33.0	115.2			
				EPS, adj	(1.82)	(2.65)	2.04	7.20			
				Equity/Share	7.2	6.1	8.2	15.4			
Q4 2020		9 februari 2021		Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
AGM		3 juni 2021		EV/Sales	69.38x	159.53x	4.91x	2.21x			
-				EV/EBITDA	(27.9)x	(16.5)x	8.2x	2.9x			
-				EV/EBIT	(17.8)x	(11.2)x	11.2x	3.2x			
				P/E, adj	(16.6)x	(11.4)x	14.8x	4.2x			
				P/Equity	4.2x	4.9x	3.7x	2.0x			
				Net Debt/EBITDA	0.0g	0.4g	(0.3)g	(0.3)g			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>											
Antal aktier		12.5m									
Market cap		378									
Nettoskuld		(10)									
EV		368									
Free Float		71.93%									
Avg. No. of Daily Traded Sh.		22.8(k)									
Reuters/Bloomberg		AAA:SS									
				<b>Analytiker</b>							
				alexander.vilval@penser.se							
				Analysavdelningen							



# Sammanfattning

## Upplagt för händelserikt 2021

### Investment Case

Ringarna på vattnet ser ut att sprida sig avseende kunskapen kring ArcAromas produkter i olivoljebranschen. Under Q4'20 har ArcAroma tecknat det första avtalet i Portugal med en olivoljeproducent om leverans av två oliveCEPT-enheter, samt även tecknat ett utvärderingsavtal med en grekisk olivoljeproducent avseende två oliveCEPT-enheter, vilket efter framgångsrik utvärdering kan leda till försäljning av 4 enheter. ArcAroma har även tecknat ett utvärderingsavtal med en olivoljeproducent i Zhonze, Kina, samt även förlängt ett befintligt utvärderingsavtal med en annan producent i samma land. Totalt 15 oliveCEPT fanns hos kunder under olivs säsongen 2020. Utvärderingen av juiceCEPT hos en global juiceproducent i Polen har dock senarelagts till följd av covid-19. Detta är att betrakta som en uppenbar risk idag, men det ser onekligen ut som att ArcAroma når allt fler potentiella kunder vilket kommer att leda till ökade intäkter under kommande år.

Sedan ArcAroma publicerade rapporten för Q3'20 den 19 november har bolaget även tecknat ett utvärderingsavtal med en fransk olivoljeproducent avseende en oliveCEPT-enhet, samt sedan även i mellandagarna meddelat att denna utvärdering fallit väl ut. Producenten kommer nu att ta resultaten i beaktande inför kommande kapacitetshöjande investeringar i deras produktionsfacilitet.

ArcAroma har även förlängt utvärderingsavtalet med ett svenskt mejeriföretag avseende en anpassad juiceCEPT+, till följd av positiva resultat, och avtalet löper nu till slutet av Q1'21 då kunden har en option att köpa enheten. Goda förutsättningar för 2021 med andra ord.

Den 4 januari 2021 meddelade även ArcAroma att de ingått ett strategiskt partnerskap i Kina med ZhongWu med en målsättning om att sälja minst 40 CEPT-system under kommande 3 år. Samarbetet avser produktion av premiumjuicer, men ger även ArcAroma ett starkare fotfäste i Kina även inför ytterligare möjliga applikationer av CEPT-konceptet på sikt.

Vi räknar med intäkter motsvarande ca 30 CEPT redan 2021. Nedstängningar och förseningar till följd av covid-19 är en uppenbar risk, men ArcAromas marknadsaktiviteter pekar mot att försäljningen kan ta fart. Detta är en risk som är värd att ta i vår syn till följd av en balansräkning som kan hantera både ett och två år till av tuffa marknadsförutsättningar.

ArcAroma har även under december 2020, bland 2052 sökande från 60 länder, utsetts till ett FoodTech 500-bolag. Listan är grundad av Forward Footing i San Francisco i syfte att bredda tillgången till kapital för livsmedels- och Food Tech-entreprenörer.

### Bolags profil

ArcAromas CEPT-system används för att effektivisera biologiska processer för pumpbara material. Den huvudsakliga inriktningen för bolaget är livsmedel, primärt livsmedelsoljor och färskpressade juicer genom oliveCEPT och juiceCEPT. ArcAroma arbetar också med tillämpning inom vassleprotein och havredryck samt utvärderar även ett stort antal andra potentiella marknader. CEPT-systemet nyttjar en process som kallas elektroporation, en biologisk process som medför utökad extraktionsförmåga ur råvara, samt högre kvalitet och längre hållbarhet för slutprodukten. Effekterna av processen är väldokumenterade och systemet medför effektivitet och besparingar för företagets kunder.

Processen är till stora delar patenterad, men det know-how och den stora databas som ArcAroma besitter avseende hur olika substanser ska behandlas och hur de beter sig i processen är sannolikt det som gör



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 5 January 2021

# Sammanfattning

---

## Upplagt för händelserikt 2021

inträdesbarriärerna stora för framtida potentiella konkurrenter med långdragna produktutvecklingscykler som följd.

### Värdering

---

Vår värdering av ArcAroma utgår ifrån vårt grundscenario där bolagets lyckas nå en försäljningstakt på 50 CEPT-enheter 2023. Vi applicerar där en EBITDA-multipel på 5x samt diskonterar det tillbaka till idag för att fastställa det motiverade värdet.

### Motiverat värde

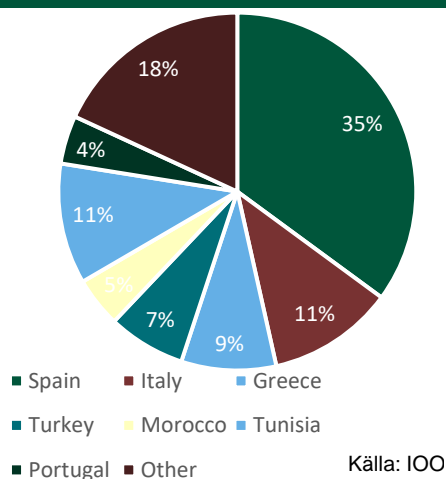
---

Motiverat värde uppgår till 50 kr per aktie.

## Olivoljan är grunden i affären.

Marknaden för olivolja uppgår till ca 11 mdr USD per år och domineras på länderna kring medelhavet. ArcAroma fokuserar på aktörer i Grekland, Spanien, Portugal, Italien och Marocko där de har distributörer, men även på Kina. ArcAroma har 15 st oliveCEPT hos producenter, varav 13 i Europa och 2 i Kina, vilket ger en god grund för framtida tillväxt inom detta segment. ArcAroma har identifierat ca 7,500 produktionslinjer i Europa, vilket potentiellt sett skulle innebära försäljning om ett värde på 14 mdr kr, ej inräknat potentiell eftermarknad. Att även Kina satsar på olivoljeproduktion kan sannolikt driva på produktutvecklingen i branschen totalt sett, och ArcAroma finns där på plats.

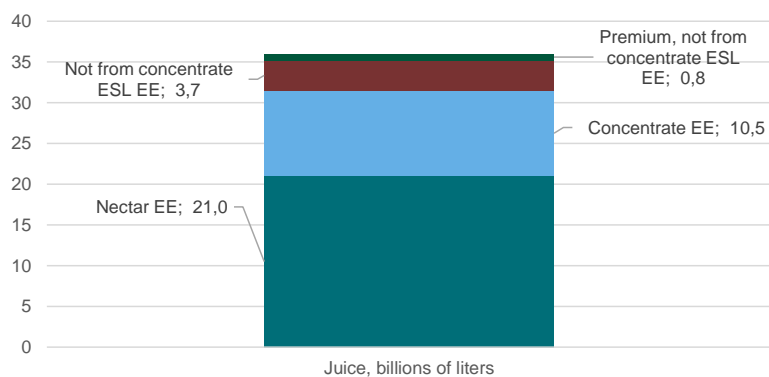
### Olivproduktion - 2019/2020



## Juice - Enorma marknader för såväl Extended Shelf Life som för Enhanced Extraction

Den totala marknaden för juice är enorm, och bedöms uppgå till totalt nära 100 mdr USD per år. Segmenten som inte är från koncentrat utgör ca 12% i volym räknat, och det är här ArcAroma fokuserar inititalt med juiceCEPT + avseende extended shelf life. Detta innebär en total marknadspotential om ca 7,500 enheter endast för denna applikation och segment. Används även juiceCEPT för enhanced extraction så kan dock i princip hela marknaden bearbetas, vilket potentiellt sett skulle innebära ytterligare 17,800 enheter. En mycket stor potential således, och kan ArcAroma penetrera en liten del denna marknad så är uppsidan stor och det kommer snarast att handla om i vilken takt ArcAroma kan leverera på sikt.

## Juicemarknaden



Källa: ArcAroma, Erik Penser Bank

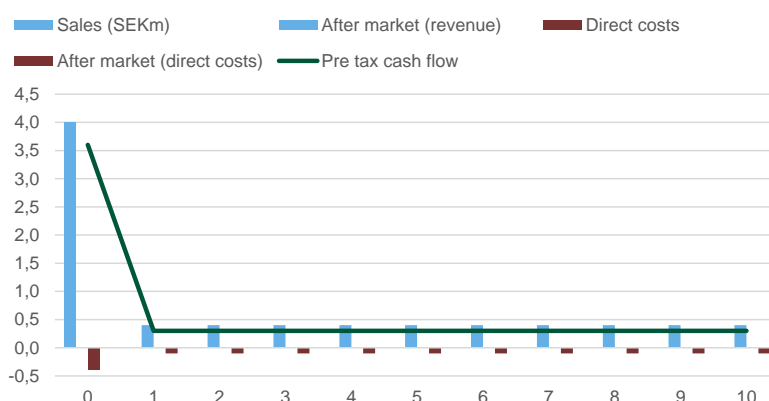
### Övriga applikationsområden i olika steg av utvecklingen

Utöver olivolja samt juicer så ligger behandling av vassleprotein närmast kommersialisering. Här är ArcAroma för närvarande aktivt med en utvärdering hos ett ledande mejeri i Sverige, vilket nyligen förlängts till utgången av Q1'21. Övriga marknader som utvärderas inkluderar bland andra vin, avokadoolja, flytande ägg, pesto, té, havre, öl och kokosmjölk. Fokus för den kommersialisering vi ser framför oss under de närmaste åren kommer dock sannolikt att ligga på olivolja, juicer samt möjliga applikationer inom mejeriindustrin.

### Hur ser ekonomin ut för en enhet?

Den nya generationen av ArcAromas maskiner, CEPT 7, vilka lanseras under 2021, kommer att ligga till grund för prognoserna framöver. Ekonomin ser i grova drag ut som följer; Ett försäljningspris på ca 4 mkr, med en livslängd på ca 10 år. Direkta kostnader uppgår till ca 400 tkr. Återkommande intäkter i form av service/förbrukningsmateriel/ reservdelar motsvarande ca 0,9x försäljningspriset över maskinens livslängd, med en bruttomarginal på ca 75%.

### CEPT 7 - Ekonomi per enhet

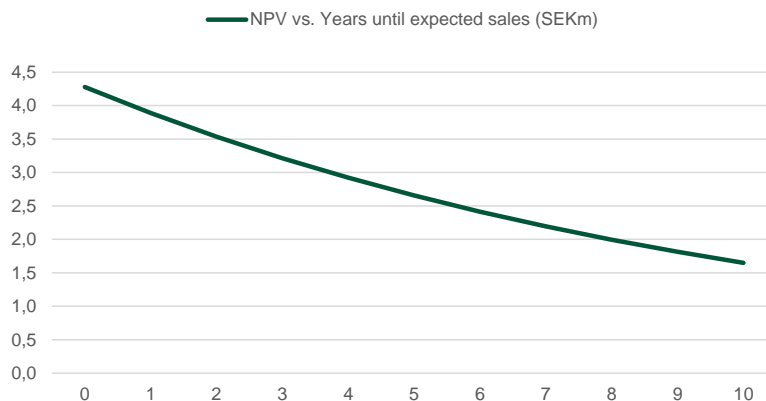


### Hur ser värderingen ut av en enskild enhet?

En CEPT som säljs idag kan enligt dessa parametrar värderas till ca 4,3 mkr i termer av nettonuvärde. Med bedömd kapacitet idag om ca 50 enheter per år, vilken ska utökas till 100 per år 2023, så har ArcAroma möjlighet att addera

konkret värde om över 200 mkr per år i termer av nya ordrar under 2021 och 2022. Detta kan sättas i relation till nuvarande börsvärde på ca 370 mkr, vilket illustrerar uppsidan.

### Nettonuvärde - CEPT 7 vs. antal år till försäljning



### Stor uppsida i värderingen av ArcAroma

I takt med att ArcAroma rampar upp försäljningen under de kommande åren så kommer värderingsresonemangen att förskjutas från värdet av enskilda ordrar till att fokusera på den löpande affären. Vi räknar med att ArcAroma når en försäljning av 50 enheter 2023, då de även utökar kapaciteten till 100 enheter per år, vilket vi i sin tur räknar med att de säljer 2025. CEPT-enheterna kontraktstillverkas, och vi bedömer att den underliggande kostnadsbasen, vilken idag är ca 24 mkr per år stiger till 28 mkr 2023 och 32 mkr 2025, vilket även ger en stark hävstång i resultatet till följd av stigande volymer.

I ett första steg innebär detta en förväntad vinst på EBITDA-nivå om ca 170 mkr 2023. Med en antagen multipel på 5x innebär detta ett motiverat värde på ca 50 kr per aktie idag. I takt med att marknaden ser än längre fram och räknar med en potentiell försäljning av 100 enheter per år 2025 kan vi diskontera 100 kr per aktie.

ArcAroma har idag en kassa på 36 mkr, samt även kundfordringar samt icke än fakturerade maskiner hos kunder motsvarande ca 34 mkr, vilket innebär att refinansieringsrisken idag är låg. Fokus kommer att ligga på ArcAromas möjligheter att komma till marknad och leverera tillväxt under 2021 och 2022.

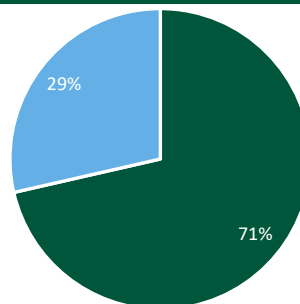
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Johan Möllerström	15,66%	15,66%
Pär Henriksson	5,01%	5,01%
P-O Rosenqvist	4,15%	4,15%
Christer Jönsson	3,02%	3,02%
Övriga	72,16%	72,16%

---

Ordförande	Peter Ahlgren
Verkställande direktör	Johan Möllerström
Finansdirektör	Mats Narfeldt
Investerarkontakt	Johan Möllerström
Hemsida	<a href="http://www.arcaroma.com">www.arcaroma.com</a>

## Nettoomsättning Q3'20



■ Utvärderingsprojekt ■ Adm. Tjänster

## Resultaträkning

	18/19	19 (8m)	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	5,1	5,3	2,3	75,0	166,9
Aktiverat arbete	8,5	3,9	4,1	6,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,2	2,9	0,0	0,0
Råvaror och förnödenheter	-8,8	-7,9	-5,1	-12,0	-17,7
Övriga externa kostnader	-10,1	-8,0	-15,7	-13,2	-14,3
Personalkostnader	-10,3	-6,7	-10,8	-10,8	-11,7
Avskrivningar	-0,6	-7,5	-10,5	-12,0	-12,0
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-15,3</b>	<b>-13,2</b>	<b>-22,3</b>	<b>45,0</b>	<b>127,2</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-15,9</b>	<b>-20,7</b>	<b>-32,8</b>	<b>33,0</b>	<b>115,2</b>
Finansnetto	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,7</b>	<b>-33,2</b>	<b>32,5</b>	<b>114,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-7,0	-24,5
<b>Periodens resultat</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,7</b>	<b>-33,2</b>	<b>25,5</b>	<b>90,1</b>

## Balansräkning

	18/19	19 (8m)	2020E	2021E	2022E
<b>Tillgångar</b>					
Immateriella tillgångar	50,2	48,1	42,6	30,1	17,6
Materiella anläggningstillgångar	3,5	2,6	11,6	11,6	11,6
Nyttjanderätter	0,0	0,5	0,8	10,4	31,9
Finansiella anläggningstillgångar	30,1	37,7	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>83,8</b>	<b>88,9</b>	<b>55,0</b>	<b>52,2</b>	<b>61,1</b>
Varulager	4,3	7,5	8,3	30,0	66,8
Kundfordringar	3,8	8,4	6,9	30,0	66,8
Aktuella skattefordringar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Övriga fordringar	1,0	3,0	4,6	30,0	66,8
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Likvida medel	30,1	2,9	21,9	31,1	68,8
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>39,8</b>	<b>23,4</b>	<b>43,3</b>	<b>122,6</b>	<b>270,6</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>123,6</b>	<b>112,2</b>	<b>98,3</b>	<b>174,7</b>	<b>331,7</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>					
Eget kapital	107,8	90,3	76,7	102,3	192,4
<b>Summa eget kapital</b>	<b>107,8</b>	<b>90,3</b>	<b>76,7</b>	<b>102,3</b>	<b>192,4</b>
Övriga skulder	11,1	11,3	11,8	11,8	11,8
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,8</b>	<b>11,8</b>
Leasingskulder	0,0	0,4	0,2	5,8	12,9
Förskott från kunder	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Leverantörsskulder	1,7	2,7	2,3	30,0	66,8
Skuld till minoritet	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	1,2	1,4	1,2	18,8	41,7
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>4,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>60,7</b>	<b>127,5</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>123,6</b>	<b>112,2</b>	<b>98,3</b>	<b>174,7</b>	<b>331,7</b>
	<b>18/19</b>	<b>19 (8m)</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Rörelseresultat	-15,9	-20,7	-32,8	33,0	115,2
Justeringar	0,6	7,1	10,5	12,0	12,0
Erhållna / erlagda räntor	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,5
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	-7,0	-24,5
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-15,6</b>	<b>-13,6</b>	<b>-22,7</b>	<b>37,5</b>	<b>102,1</b>
Förändring av rörelsekapital	-6,0	-7,6	-1,8	-19,3	-43,5
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-21,6</b>	<b>-21,2</b>	<b>-24,5</b>	<b>18,3</b>	<b>58,7</b>
Förvärv av immateriella anläggningstillgångar	-9,2	-4,5	-5,0	0,5	0,5
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-2,9	-0,3	-9,0		
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	0,2	0,0	0,6		
Investeringar / försäljningar i övriga företag	0,0	-1,2	37,1		
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-11,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>23,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Kassaflöde finansieringsverksamheten	61,5	0,0	19,9	-9,6	-21,4
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>61,5</b>	<b>0,0</b>	<b>19,9</b>	<b>-9,6</b>	<b>-21,4</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>28,0</b>	<b>-27,2</b>	<b>19,0</b>	<b>9,1</b>	<b>37,7</b>
Likvida medel vid periodens början	2,1	30,1	2,9	21,9	31,1
Kursdifferens i likvida medel	0,0	0,0			
Likvida medel vid periodens slut	30,1	2,9	21,9	31,1	68,8



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](http://www.penser.se)