



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 19 November 2021

Eolus Vind

Svagt Q3 men långa bilden intakt

Q3

Eolus rapporterade en omsättning på 691 mkr (384) och EBIT till 0 mkr (57). Både omsättning och resultat var svagare än Factset konsensus. Vi menar att kvartalet framstår som svagt där den huvudsakliga orsaken är lägre färdigställandegrad för det stora projektet Öyfjellet än planerat. Pandemin fortsätter att leda till förseningar. Det är dock stora slag mellan kvartalen i Eolus, och man bör undvika extrapolering av enskilda kvartal.

Öyfjellet och uppskjuten försäljning av 3 parker - förseningar påverkar estimat

Det är sannolikt att Öyfjellet kommer att möta fortsatta förseningar. Den avbrutna försäljningen av 3 parker påverkar även 2021, men inte på lång sikt i våra estimat. Vi har därför justerat ner 2021e och flyttat intäkts- och resultatförstärkningen vi förväntar oss från Öyfjellet och de 3 parkerna till 2022e. Vi gör inga större förändringar resterande i prognosperiod.

Behåller motiverat värde

Vi behåller vårt motiverade värde på 200-210 kr, som bygger på en DCF beräkning (WACC 8,4%, uthållig rörelsemarginal 10% och g = 2%). Även om kvartalet innehöll vissa negativa kommentarer, som kan höja den upplevda riskpremien i det korta perspektivet på grund av minskad visibilitet, menar vi att de långsiktiga förutsättningarna för förnyelsebar energi snarast har förbättrats på senare tid, vilket är positivt för aktien.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	200.0 - 210.0	
EPS, just 21e	0.87	2.95	-70.6%	Sales, mkr	2,467	2,713	4,301	4,041	Aktiekurs	131.0
EPS, just 22e	10.23	8.6	19.0%	Sales Growth	21%	10%	59%	(6)%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	15.37	16.12	-4.7%	EBITDA, mkr	288	42	349	515		
				EBIT, mkr	280	37	343	509		
				EPS, justerad	8.0	0.9	10.2	15.4		
				EPS tillväxt	49%	(89)%	1,082%	50%		
				EK/aktie	41.6	40.7	48.4	61.1		
				Utdelning/aktie	2.0	2.5	2.8	3.3		
				EBIT-marginal	11.7%	1.6%	8.1%	12.7%		
				ROE	20.6%	2.1%	23.0%	28.1%		
				ROCE	25.2%	4.1%	26.1%	32.3%		
				EV/Sales	1.1x	1.0x	0.6x	0.7x		
				EV/EBITDA	9.5x	64.6x	7.8x	5.3x		
				EV/EBIT	9.8x	74.5x	8.0x	5.4x		
				P/E, justerad	16.4x	151.3x	12.8x	8.5x		
				P/EK	3.1x	3.2x	2.7x	2.1x		
				Direktavkastning	0.8%	1.9%	2.1%	2.5%		
				FCF yield	(8.5)%	16.9%	9.4%	11.0%		
				Nettosk./EBITDA	(1.1)g	(18.9)g	(3.0)g	(2.6)g		

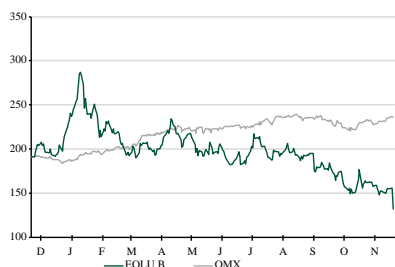
Kommande händelser

Bokslutskommuniké 2021 2022-02-18

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	25m
Börsvärde	3,263
Nettoskuld	(532)
EV	2,731
Free float	100%
Daglig handelsvolym, snitt	111(k)
Reuters/Bloomberg	EOLUb.ST/EOLUB.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

orjan.roden@penser.se



Sammanfattning

Svagt Q3 men långa bilden intakt

Investment Case

Förnyelsebar energi krävs för den gröna omställningen

För att klara globala och lokala uppsatta mål om minskad miljöpåverkan, är en kraftig utbyggnad av förnyelsebar energi nödvändig. Elbehovet kommer att öka pga. elektrifiering av transportsektorn och industrin, och vind och sol, där Eolus har sin verksamhet, är de enda konkurrenskraftiga alternativen i större skala under lång tid framöver.

Minskat utbud

I kombination med ökad efterfrågan på elenergi, ser vi en trend av minskat utbud i Norra Europa. Kärnkraft har stängts ner i både Sverige och Tyskland, samtidigt som höga priser på utsläppsrätter kombinerat med höga råvarupriser gör fossil kraftgenerering alltmer olönsam. Vi ser även ökad överföringskapacitet byggas ut mellan den Skandinaviska elmarknaden till andra länder, som exempelvis den nyligen anlagda sjökabeln mellan Norge och Storbritannien.

Strukturellt högre elpriser i Skandinavien

Sammantaget gör detta att vi ser strukturellt högre elpriser på den skandinaviska marknaden under en lång tid framöver. Detta gynnar i synnerhet bolag med bas i Skandinavien, samtidigt som Skandinaviens komparativa fördelar med hänsyn till sol och vind; ett relativt glesbefolkat land med goda väderförhållanden, ytterligare förstärks. Även om vi förväntar en positiv trend kommer elpriset fortsatt att påverkas av vädrets makter, där s.k. Torrår och Blötår kommer att styra priset kortsiktigt.

Internationell och produktmässig expansion möjliggör ökade tillväxtmöjligheter och en lägre risk

Genom att expandera internationellt och till att utöka verksamheten med solenergi och energilagring skapas nya tillväxtmöjligheter samtidigt som risken sänks. Vädret är ofta lokalt, och en större geografisk bredd minskar risken för genomgående dåliga väderförhållanden eller ogynnsamma politiska beslut. En blandning av sol och vind minskar risken ytterligare; det är ovanligt att låga vindhastigheter och dålig solinstrålning infaller samtidigt.

Låg risk och stark balansräkning

Eolus saknar egen produktion, vilket sänker risken men också utväxlingen från högre elpriser. Å andra sidan har Eolus en stark balansräkning med nettokassa, som i kombination med bolagets starka historik, 29 av de senaste 30 åren har visat positivt resultat, möjliggör bra finansieringsvillkor till att dra nytta av den gynnsamma nuvarande makromiljön. Med det sagt kommer det att ske stora svängningar mellan kvartal och även år, då resultatavräkning av projektboken kommer att uppvisa variationer i det korta perspektivet. Det är därför viktigt att som investerare inte extrapolera ovanligt svaga, eller starka perioder, utan inta en långsiktig hållning till sin investering i Eolus.

Elnätets förmåga att hantera förnyelsebar energi en viktig parameter

Det finns flera osäkerhetsfaktorer för förnyelsebar energi. En av de största är elnätets förmåga att hantera väderberoende kraftgenerering, som skapar stora svängningar i produktionen i takt med vädrets växlingar. Detta måste hanteras via stora investeringar i kraftnät, energilagring, utbyggd baskraft, och om inte det räcker, olika typer av ransonering. Sker inte dessa investeringar kommer vi att nå ett tak på mängden förnyelsebar energi i vår energimix. Därför blir geografisk och produktmässig diversifiering en viktig byggsten för att driva långsiktig vinsttillväxt.



Sammanfattning

Svagt Q3 men långa bilden intakt

ESG – Hype har ersatts av realism

Det stora kapitalinflödet till ESG-starka aktier under 2020 drev upp många aktiekurser i sektorn till väl höga värderingar. Samtidigt som kurserna har backat från toppnivåerna, har fundamenta på energimarknaden förbättrats. Då vi bedömer att den underliggande viljan att investera i ESG-relaterade instrument kvarstår, menar vi att sentimentet kommer att gå från motvind till medvind i sektorn, vilket bör utgöra en positiv faktor för Eolus.

Bolagsprofil

Eolus bedriver projektering, etablering och drift inom förnyelsebar energi. Historiskt har bolaget varit fokuserat på vindkraft i Skandinavien, men har nu skiftat fokus och kommer även att satsa på dels solenergi och energilagring samt på marknader utanför Skandinavien. Eolus har ett antal vindparker under etablering, där Öyfjellet i Norge är den största med en effekt på 400 MW. I USA bedriver Eolus ett sk. "Repowering-projekt", där många små och äldre turbiner ersätts av färre, modernare och effektivare turbiner. Återanvändning av existerande infrastruktur gör att investeringskostanden blir betydligt lägre än för helt nya projekt.

Modellen är kapitalsnål och Eolus har uppvisat positivt fritt kassaflöde under alla år utom 1 (2020) under de senaste 6 åren.

Värdering

Vi värderar Eolus enligt en DCF kalkyl med en WACC på 8,4% och en långsiktig tillväxt på 2% samt en rörelsemarginal på 10%. Detta ger ett värde på 208 kr.

Känslighetsanalys

Long-term growth rate

		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,4%	224	234	245	259	276
	7,9%	208	216	225	236	249
	8,4%	194	201	208	216	227
	8,9%	182	187	193	200	208
	9,4%	171	176	181	186	193

Long-term EBIT margin

		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	7,4%	178	212	245	279	312
	7,9%	167	196	225	254	283
	8,4%	157	182	208	233	259
	8,9%	149	171	193	216	238
	9,4%	141	161	181	200	220

Källa: EPB

Estimatändringar

Old estimates 2021e 2022e 2023e

Revenue	3990	3298	4202
EBITDA	110	293	526

New estimates 2021e 2022e 2023e

Revenue	2713	4301	4041
EBITDA	42	349	515

Difference 2021e 2022e 2023e

Revenue	-32%	30%	-4%
EBITDA	-62%	19%	-2%

Källa: EPB

Resultaträkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	693	1 066	1 366	2 032	2 467	2 713	4 301	4 041
Övriga rörelseintäkter	2	17	23	59	122	0	0	0
Kostnad sålda varor	-608	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-2 501	-3 758	-3 326
Bruttovinst	88	160	311	297	442	212	544	715
Försäljningskostnader	-44	-54	-52	-58	-83	-87	-129	-121
Administrationskostnader	-28	-31	-33	-39	-56	-56	-66	-78
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-4	-9	-5	-77	-15	-26	0	0
EBITDA	12	66	222	123	288	42	349	515
Avskrivningar	-27	-23	-15	-5	-8	-6	-6	-6
EBIT (justerad)	-15	43	207	118	280	37	343	509
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-15	43	207	118	280	37	343	509
Finansiella intäkter	0	0	0	0	4	10	8	8
Finansiella kostnader	-13	-6	-4	-2	-101	-23	-20	-20
Resultat före skatt	-28	37	204	116	183	24	331	497
Skatter	5	-10	-5	17	16	-3	-76	-114
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-23	27	199	133	199	22	255	383
Nettoresultat (justerat)	-23	27	199	133	199	22	255	383

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	-15	43	207	118	280	37	343	509
Justeringar och övrigt	11	12	3	-39	-75	-16	-94	-132
Förändringar i rörelsekapital	139	36	32	487	-689	535	66	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	135	91	242	567	-484	556	315	368
Investeringar	-3	-7	-1	-98	-16	-6	-9	-8
Avyttringar	15	1	0	0	21	0	0	0
Fritt kassaflöde	148	85	241	469	-479	550	306	360
Utdelningar	-37	-37	-37	-37	-37	-50	-62	-68
Nyemission / återköp	1	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-23	-4	0	-2	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-107	-64	334	-66	110	-188	0	0
Kassaflöde	-19	-20	538	364	-406	312	244	291
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	1	0	-6	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-799	-1 042	-1 334
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-799	-1 042	-1 334

Källa: EPB

Balansräkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	96	54	25	22	22	22
Materiella anläggningstillgångar	292	139	81	57	58	37	51	65
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	18	18	18
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	292	139	177	111	83	76	91	105
Varulager	462	345	575	472	429	1 093	760	807
Kundfordringar	29	26	53	25	16	0	0	0
Övriga omsättningstillgångar	265	181	350	346	590	0	0	0
Likvida medel	222	202	740	1 103	690	1 001	1 245	1 536
Summa omsättningstillgångar	978	753	1 718	1 947	1 725	2 095	2 006	2 343
SUMMA TILLGÅNGAR	1 270	892	1 895	2 058	1 808	2 171	2 096	2 448
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	671	658	814	888	1 037	1 014	1 206	1 521
Minoritetsintressen	0	2	2	2	-1	0	0	0
Summa eget kapital	671	660	816	890	1 036	1 014	1 206	1 521
Långfristiga finansiella skulder	86	13	156	152	135	180	180	180
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	6	21	5	5	5
Övriga långfristiga skulder	0	86	86	1	72	71	71	71
Summa långfristiga skulder	86	99	242	160	228	256	256	256
Kortfristiga finansiella skulder	60	21	165	151	251	23	23	23
Leverantörsskulder	311	28	279	229	169	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	7	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	141	93	393	628	117	878	611	648
Summa kortfristiga skulder	512	142	837	1 008	544	901	634	671
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 270	901	1 895	2 058	1 808	2 171	2 096	2 448

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	-54%	54%	28%	49%	21%	10%	59%	-6%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-93%	448%	235%	-44%	134%	-85%	725%	48%
EPS-tillväxt, justerad	-128%	-220%	635%	-33%	49%	-89%	1082%	50%
Bruttomarginal	12,7%	15,0%	22,8%	14,6%	17,9%	7,8%	12,6%	17,7%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	5,6%	8,0%	17,3%	6,3%	11,9%	1,8%	8,2%	12,9%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	1,7%	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	1,6%	8,1%	12,7%
Skattesats	19%	26%	2%	-15%	-9%	11%	23%	23%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	-3%	4%	27%	16%	21%	2%	23%	28%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	1%	9%	25%	12%	25%	4%	26%	32%
ROIC	1%	7%	19%	8%	17%	2%	20%	25%
Investeringar (ex IFRS 16)	3	7	1	98	16	6	9	8
Investeringar / omsättning	0%	1%	0%	5%	1%	0%	0%	0%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	10%	8%	6%	5%	6%	5%	5%	5%
Varulager / omsättning	67%	32%	42%	23%	17%	40%	18%	20%
Kundfordringar / omsättning	4%	2%	4%	1%	1%	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / omsättning	45%	3%	20%	11%	7%	32%	14%	16%
Rörelsekapital / omsättning	44%	40%	22%	-1%	30%	8%	3%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	1,0x	1,0x	1,0x	1,3x	1,4x	2,0x	1,8x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-799	-1 042	-1 334
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-799	-1 042	-1 334
Soliditet (ex IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	58%	47%	58%	62%
Soliditet (inkl IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	57%	47%	58%	62%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	-11%	-25%	-51%	-90%	-29%	-79%	-86%	-88%
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	-1,9x	-2,0x	-1,8x	-6,3x	-1,0x	-16,7x	-2,9x	-2,6x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-0,91	1,09	7,99	5,33	7,97	0,87	10,23	15,37
EPS, justerad	-0,91	1,09	7,99	5,33	7,97	0,87	10,23	15,37
FCF per aktie	5,34	3,38	9,65	18,81	-20,07	22,08	12,29	14,44
Utdelning per aktie	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50	2,75	3,25
Eget kapital per aktie	26,9	26,4	32,7	35,6	41,6	40,7	48,4	61,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	neg	19,9x	4,8x	14,8x	29,7x	151,3x	12,8x	8,5x
P/EK	0,7x	0,8x	1,2x	2,2x	5,7x	3,2x	2,7x	2,1x
P/FCF	3,3x	6,4x	4,0x	4,2x	neg	5,9x	10,7x	9,1x
Direktavkastning	8,4%	6,9%	3,9%	1,9%	0,8%	1,9%	2,1%	2,5%
Utdelningsandel, justerad	-165%	138%	19%	28%	25%	289%	27%	21%
EV/Sales (inkl IFRS 16)	0,5x	0,3x	0,4x	0,6x	2,3x	0,9x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	9,5x	4,3x	2,3x	9,1x	19,1x	51,4x	6,3x	3,7x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	30,5x	5,6x	2,4x	9,4x	19,4x	58,3x	6,4x	3,7x
Aktiekurs, årets slut	17,8	21,6	38,4	78,7	236,8	131,0	131,0	131,0
EV, årets slut (inkl IFRS 16)	368	370	537	1 160	5 594	2 464	2 220	1 929

Källa: EPB

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