



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja &amp; Gas | Sverige | 24 November 2021

# Maha Energy

## Aktien fortsätter lagga oljeprisutvecklingen

### Produktionsvolymerna var redan kända

I samband med att bolaget meddelade att borrningen av Tie-4 hade försenats i slutet av oktober så publicerade de dessutom produktionsvolymerna för Q3. Då de lyckades hålla kostnaderna i schack var rapporten i sig relativt odramatisk. Komplikationer i formationen samt vissa problem med utrustningen ligger bakom förseningarna.

### Nya brunnen borde börja producera i slutet av 2021

Även om förseningarna ökar investeringskostnaden för borrningen är de tillfälliga till sin karaktär. Bolaget räknar nu med att den nya brunnen kommer börja producera i slutet av 2021. Även om vi inte har sett de ökningarna vi hade räknat med under 2021 men räknar med en kraftig produktionstillväxt kommande år. Bolaget kommer att börja borra nästa brunn så fort Tie-4 är klar.

### Ingen förändring av den långsiktiga bilden

Oljepriset har stigit kraftigt sedan botten vilket har lyft estimaten. Aktien har dock inte följt med vilket vi tror kommer justera sig över tid. Vi använder ett oljepris på USD 60/fat för 2022 och USD 55/fat från 2023. I kombination med högre volymer ser vi kraftig vinstillväxt kommande år. Vi drar ner estimaten för 2021e men höjer dem för 2023e och justerar motiverat värde till 19-21 kr från 20-21 kr.

Estimatändring (USD)			Prognos (USD)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	19.0 - 21.0	
EPS, just 21e	0.24	0.26	-4.9%	Omsättning, mkr	39	74	127	175	Aktiekurs	\$1.4
EPS, just 22e	0.41	0.41	0.0%	Tillväxt	(30)%	90%	71%	38%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	0.55	0.49	13.8%	EBITDA, mkr	(2.9)	47	83	111		
				EBIT, mkr	(9)	38	69	88		
				EPS, justerad	0.1	0.2	0.4	0.6		
				EPS tillväxt	(72)%	380%	70%	34%		
				EK/aktie	0.5	0.9	1.4	2.0		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(22.5)%	51.9%	54.2%	50.2%		
				ROE	7.5%	34.4%	39.6%	36.2%		
				ROCE	11.2%	30.2%	40.9%	43.4%		
				EV/Sales	4.7x	2.5x	1.4x	1.0x		
				EV/EBITDA	(63.3)x	3.9x	2.2x	1.7x		
				EV/EBIT	(20.9)x	4.8x	2.7x	2.1x		
				P/E, justerad	26.7x	5.6x	3.3x	2.5x		
				P/EK	2.7x	1.5x	1.0x	0.7x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(0.7)%	(11.2)%	16.7%	46.3%		
				Nettosk./EBITDA	(11.8)g	0.7g	0.1g	(0.6)g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q4 2021	2022-02-28
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-19
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-15

Bolagsfakta (USDm)	
Antal aktier	110m
Börsvärde	149
Nettoskuld	34
EV	183
Free float	74%
Daglig handelsvolym, snitt	500(k)
Reuters/Bloomberg	MAHAa.ST/MAHAA SS

#### Kursutveckling 12 mån

#### Analytiker

markus.almerud@penser.se



# Sammanfattning

## Aktien fortsätter lagga oljeprisutvecklingen

### Investment Case

Drivet av oljekällorna Tie i Brasilien och Mafrag Oman räknar vi med en snabb ökning av produktionsvolymerna kommande år. Kombinationen med oljepriser som har stigit kraftigt sedan botten under pandemin borde leda till väsentligt högre vinst. Ändå har aktiekursen stått still. Vi estimerar en genomsnittlig vinststillväxt de kommande fem åren på 20% per år.

Efter att ha behövt intervensera både Tie och Tartaruga i Brasilien under Q2 är produktionen på väg tillbaka på planerade nivåer och vi räknar med att se en kraftig acceleration av produktionen under kommande år. Guidance på 4 000-5 000 fat per dag för 2021 har visserligen kommit ned men vi ser detta som tillfälligt och räknar med full produktion vid årsskiftet.

Maha är på väg in i en investeringsfas. Efter att ha investerat USD 65m 2018-2020 planerar de att investera USD 37m 2021e och vi estimerar totala investeringar på ~USD 250m de kommande sju åren. Med ett långsiktigt oljepris på USD 55/fat räknar vi med att internt kassaflöde kommer vara tillräckligt för att finansiera dessa investeringar.

### Bolagsprofil

Maha är ett svenskt, internationellt oljebolag verksamt inom prospektering och utvinning av underpresterande olje- och gastillgångar med hjälp av modern teknologi för oljeutvinning (Enhanced Oil Recovery (EOR)). Bolaget har fem tillgångar i tre länder (Tie och Tartaruga i Brasilien, LAK och Illinois i USA och Mafrag i Oman) och ökade bevisade reserver med 183% under 2020.

- Lättoljefältet Tie är Mahas kronjuvel och står i dagsläget för merparten av koncernens produktion. Tie har en långsiktig operativ kostnad på mindre än USD 5,5/fat.
- Tartaruga, även det ett lättoljefält, ökade produktionen med 586% 2017-2020 och har producerat mer än en miljon fat sedan fältet upptäcktes. Tartaruga har operativ kostnad på ca USD 15/fat.
- Illinois Basin är ett konventionellt lättoljefält. Bassängen har hittills producerat ca 4,2 mdr fat och uppskattningar finns om att det finns omkring 10 mdr fat som inte utvunnits enbart i kända fält i Illinois Basin.
- LAK Ranch är ett tungoljefält som hittills producerat 150 000 fat. LAK producerar för tillfället inte.
- Mafrag är ett grunt outvecklat tungoljefält i Block 70 som ligger mitt i den oljerika, oljeproducerande Ghaba-bassängen i centrala Oman.

### Värdering

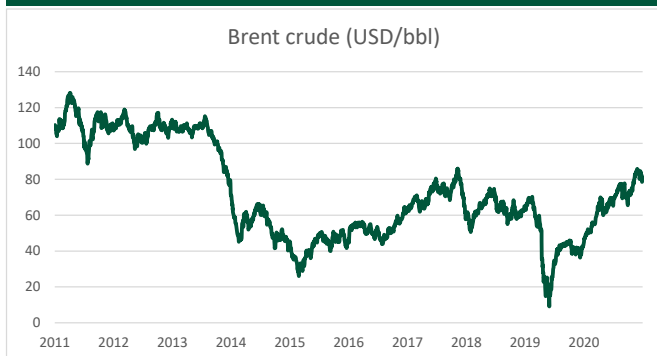
Vi har värderat Maha med en SOTP där vi har värderat varje källa var för sig. Basen för värderingen är den produktionsprofil och de kostnadsestimat som publicerades i deras femårsstrategi i mars 2021. Produktionsprofilen motsvaras av bevisade och sannolika reserver vilket minskar risken. Vi använder 12% WACC för Tie och Tartaruga, 15% för Mafrag och 10% för Illinois. På grund av de låga kostnaderna (<USD 5,5/fat) står Tie för över tre fjärdedele av det totala värdet på tillgångarna. Motiverat värde uppgår till 19-21 kr.

## Aktiekursen återspeglar inte högre oljepriser

Oljepriserna har kommit upp signifikant sedan botten i pandemin och vi ligger på den högsta nivån på flera år. Detta har drivit upp estimaten i Maha, men samtidigt har inte aktiekursen följt med.

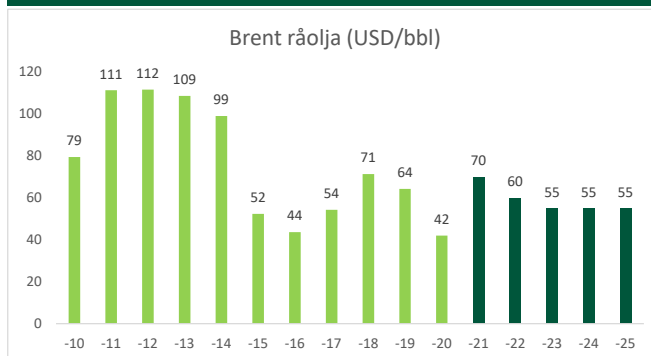
Även om det har funnits utmaningar som lett till förseningar i borrningen i Brasilien räknar vi med att detta är tillfälligt och att vi kommer se kraftig tillväxt av produktionsvolymerna kommande år. Detta kommer i sin tur driva en kraftig vinsttillväxt. Vi värderar Mahas tillgångar till nästan USD 300m vilket motsvarar ett värde per aktie på runt 20 kr.

### Oljepriserna har stigit kraftigt sedan botten...



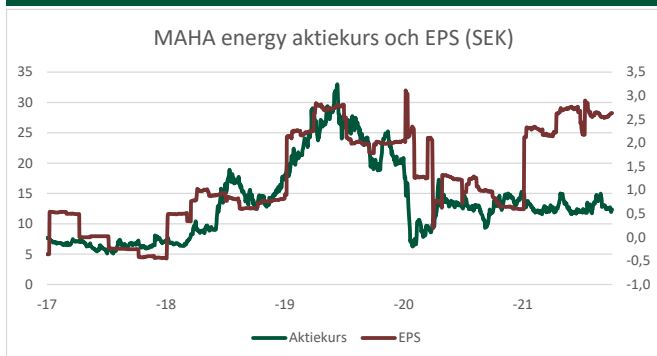
Factset, EPB

### ...och är på högsta nivån på flera år



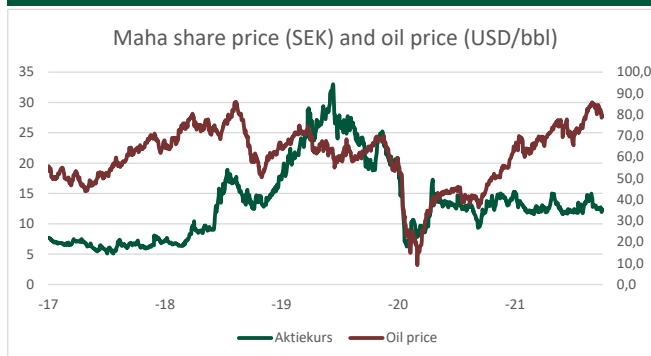
Factset, EPB

### Oljepriserna har drivit upp estimaten...



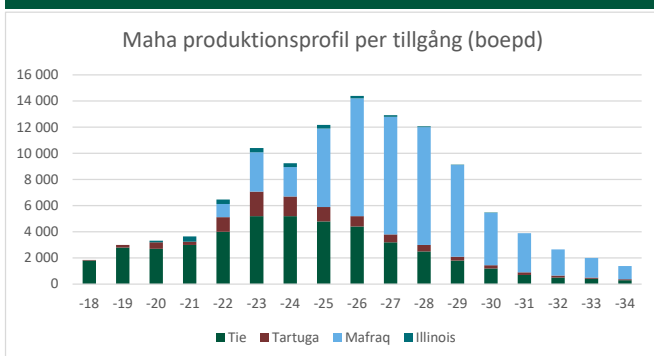
Factset, EPB

### ...men aktiekursen har inte följt med oljepriset upp

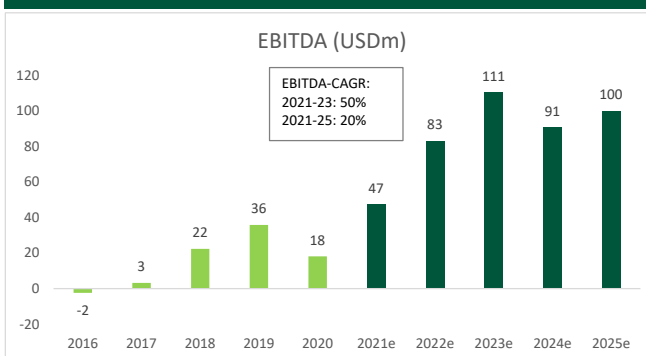


Factset, EPB

## Kraftiga produktionsökningar kommande år...



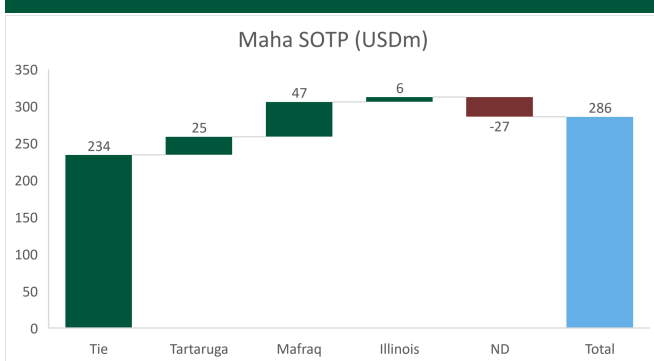
## ...ger kraftig ökning av vinsten



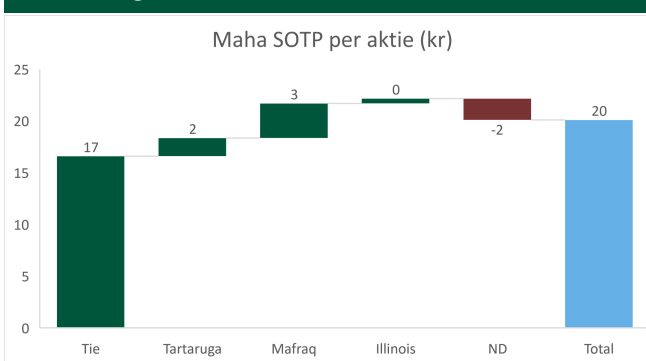
Bolaget, EPB

Bolaget, EPB

## Majoriteten av värdet är i Tie



## Vår SOTP ger ett värde på 20 kr/aktie



EPB

EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Försäljning av olja</b>	<b>38 132</b>	<b>55 589</b>	<b>39 018</b>	<b>74 085</b>	<b>127 009</b>	<b>174 818</b>	<b>155 224</b>
Royalties	-4 805	-7 449	-5 829	-10 631	-19 051	-26 223	-23 284
Produktionskostnader	-6 410	-6 601	-9 666	-11 752	-15 129	-22 570	-27 360
Avskrivningar	-3 762	-5 671	-5 624	-8 238	-14 180	-22 776	-20 313
Övriga rörelsekostnader	-3 344	-6 684	-26 664	-5 028	-9 754	-15 484	-13 842
<b>EBIT (rapporterat)</b>	<b>19 811</b>	<b>29 184</b>	<b>-8 765</b>	<b>38 436</b>	<b>68 895</b>	<b>87 765</b>	<b>70 425</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	-21 000	0	0	0	0
<b>EBIT (justerat)</b>	<b>19 811</b>	<b>29 184</b>	<b>12 235</b>	<b>38 436</b>	<b>68 895</b>	<b>87 765</b>	<b>70 425</b>
<i>EBIT-marginal</i>	52,0%	52,5%	31,4%	51,9%	54,2%	50,2%	45,4%
Avskrivningar	-3 762	-5 671	-5 624	-8 238	-14 180	-22 776	-20 313
Andra justeringar	1 169	-1 013	-245	-800	0	0	0
<b>EBITDA (rapporterat)</b>	<b>22 404</b>	<b>35 868</b>	<b>-2 896</b>	<b>47 474</b>	<b>83 075</b>	<b>110 541</b>	<b>90 738</b>
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>22 404</b>	<b>35 868</b>	<b>18 104</b>	<b>47 474</b>	<b>83 075</b>	<b>110 541</b>	<b>90 738</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	58,8%	64,5%	46,4%	64,1%	65,4%	63,2%	58,5%
Finansiella intäkter	643	449	119	119	119	119	119
Finansiella kostnader	-5 358	-4 925	-5 101	-4 072	-5 355	-2 791	-469
<b>Resultat före skatt</b>	<b>15 096</b>	<b>24 708</b>	<b>-13 747</b>	<b>34 483</b>	<b>63 659</b>	<b>85 093</b>	<b>70 075</b>
Skatter	10 549	-5 054	3 488	-7 586	-14 005	-18 720	-15 416
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-2	-3	-2
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>25 645</b>	<b>19 654</b>	<b>-10 259</b>	<b>26 896</b>	<b>49 652</b>	<b>66 370</b>	<b>54 656</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>25 645</b>	<b>19 654</b>	<b>5 413</b>	<b>26 896</b>	<b>49 652</b>	<b>66 370</b>	<b>54 656</b>

Bolaget, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Materiella anläggningstillgångar	58 834	76 243	91 045	128 574	146 615	136 967	150 343
Prospekterings- och utvärderingstillgångar	20 685	21 216	11 014	12 764	14 514	16 264	18 014
Uppskjutna skattefordringar	11 259	7 955	9 978	9 978	9 978	9 978	9 978
Övriga anläggningstillgångar	177	178	432	432	432	432	432
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>90 955</b>	<b>105 592</b>	<b>112 469</b>	<b>151 748</b>	<b>171 539</b>	<b>163 641</b>	<b>178 767</b>
Förutbetalda kostnader och depositioner	686	1 255	1 434	1 111	1 905	2 622	2 328
Varulager av råolja	57	414	347	659	1 130	1 555	1 380
Kundfordringar	4 368	4 739	3 092	5 927	6 350	6 993	7 761
Likvida medel	23 059	24 017	6 681	20 000	20 000	69 762	107 232
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>28 170</b>	<b>30 425</b>	<b>11 554</b>	<b>27 697</b>	<b>29 385</b>	<b>80 931</b>	<b>118 702</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>119 125</b>	<b>136 017</b>	<b>124 023</b>	<b>179 445</b>	<b>200 924</b>	<b>244 572</b>	<b>297 469</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	69 274	87 859	55 556	100 691	150 345	216 717	271 376
Minoritetsintressen	0	0	0	1	3	6	9
<b>Summa eget kapital</b>	<b>69 274</b>	<b>87 859</b>	<b>55 556</b>	<b>100 692</b>	<b>150 348</b>	<b>216 724</b>	<b>271 384</b>
Långfristiga finansiella skulder	31 180	30 621	0	48 857	23 220	0	0
Avsättningar för återställningskostnader	1 720	2 175	2 597	2 597	2 597	2 597	2 597
Leasingskulder	0	380	3 450	3 450	3 450	3 450	3 450
Övriga långfristiga skulder och avsättningar	8 093	7 812	4 825	4 825	4 825	4 825	4 825
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>40 993</b>	<b>40 988</b>	<b>10 872</b>	<b>59 729</b>	<b>34 092</b>	<b>10 872</b>	<b>10 872</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	36 022	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4 029	4 533	10 731	8 890	8 891	8 741	7 761
Upplupna kostnader och avsättningar	4 829	2 406	9 599	8 890	6 350	6 993	6 209
Leasingskulder	0	231	1 243	1 243	1 243	1 243	1 243
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>8 858</b>	<b>7 170</b>	<b>57 595</b>	<b>19 023</b>	<b>16 484</b>	<b>16 977</b>	<b>15 213</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>119 125</b>	<b>136 017</b>	<b>124 023</b>	<b>179 445</b>	<b>200 924</b>	<b>244 572</b>	<b>297 469</b>

Bolaget, EPB

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	25 645	19 654	-10 259	28 282	41 156	53 643	52 890
Icke kassaflödespåverkande poster	-3 172	9 886	22 773	8 662	15 936	22 781	20 318
Förändringar i rörelsekapital	-4 130	-716	6 470	-10 186	365	-1 027	-2 081
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>18 343</b>	<b>28 824</b>	<b>18 984</b>	<b>26 758</b>	<b>57 457</b>	<b>75 397</b>	<b>71 126</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-15 541	-28 334	-20 224	-37 815	-37 675	-13 000	-32 800
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>2 802</b>	<b>490</b>	<b>-1 240</b>	<b>-11 057</b>	<b>19 782</b>	<b>62 397</b>	<b>38 326</b>
Förvärv och avyttringar	0	0	-14 502	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-215	910	696	15 298	-19 782	-36 146	-1 910
<b>Kassaflöde</b>	<b>2 587</b>	<b>1 400</b>	<b>-15 046</b>	<b>4 241</b>	<b>0</b>	<b>26 251</b>	<b>36 416</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	-2 782	-831	-1 665	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (inkl. IFRS 16)</b>	<b>8 121</b>	<b>7 215</b>	<b>34 034</b>	<b>36 984</b>	<b>18 690</b>	<b>-41 558</b>	<b>-77 974</b>

Bolaget, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Omsättningstillväxt	161%	46%	-30%	90%	71%	38%	-11%
EBITDA-tillväxt, justerad	597%	60%	-50%	162%	75%	33%	-18%
EBIT-tillväxt, justerad	n.m	47%	-58%	214%	79%	27%	-20%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	-27%	-72%	380%	70%	34%	-18%
EBITDA-marginal (justerad)	59%	65%	46%	64%	65%	63%	58%
EBIT-marginal (justerad)	52%	52%	31%	52%	54%	50%	45%
Skattesats	-70%	20%	25%	22%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	44%	25%	8%	34%	40%	36%	22%
ROCE, justerad	22%	27%	11%	30%	41%	43%	28%
ROIC	48%	26%	10%	26%	36%	43%	34%
Investeringar / omsättning	41%	51%	52%	63%	26%	7%	22%
Rörelsekapital / omsättning	-10%	-1%	-40%	-14%	-5%	-3%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,4x	0,3x	0,4x	0,6x	0,7x	0,5x

*Bolaget, EPB*

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	8 121	7 215	34 034	33 550	7 913	-65 069	-102 539
Soliditet	58%	65%	45%	56%	75%	89%	91%
Nettoskuldsättningsgrad	12%	8%	61%	33%	5%	-30%	-38%
Nettoskuld / EBITDA	0,4x	0,2x	1,9x	0,7x	0,1x	-0,6x	-1,1x

*Bolaget, EPB*

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	0,26	0,20	-0,10	0,24	0,41	0,55	0,46
EPS, justerad (USD)	0,25	0,18	0,05	0,24	0,41	0,55	0,46
EPS, justerad (SEK)	2,23	1,70	0,42	2,19	3,72	4,97	4,09
FCF per aktie (USD)	0,03	0,00	-0,01	-0,15	0,23	0,63	0,33
FCF per aktie (SEK)	0,25	0,05	-0,10	-1,37	2,04	5,63	2,95
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie (USD)	0,7	0,9	0,5	0,9	1,3	1,8	2,3
Eget kapital per aktie (SEK)	6,3	8,3	4,5	8,2	11,3	16,2	20,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	102,2	107,9	106,5	110,3	119,9	119,9	119,9

*Bolaget, EPB*

## Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	5,8x	14,6x	35,7x	5,4x	3,7x	2,9x	2,9x
P/EK	2,1x	3,0x	3,3x	1,6x	1,1x	0,8x	0,6x
P/FCF	51,1x	536,9x	neg	neg	7,7x	2,5x	4,0x
FCF-yield	2%	0%	-1%	-7%	13%	41%	25%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	4,0x	4,9x	5,6x	2,4x	1,4x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	6,7x	7,5x	12,0x	3,8x	2,3x	1,2x	0,8x
EV/EBIT, justerat	7,6x	9,3x	17,8x	4,7x	2,9x	1,5x	1,1x
Aktiekurs, årets slut (USD)	1,5	2,6	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Aktiekurs, årets slut (SEK)	13,0	24,8	14,9	11,9	11,9	11,9	11,9
EV, årets slut	151	270	218	190	172	111	75

*Bolaget, Factset, EPB*

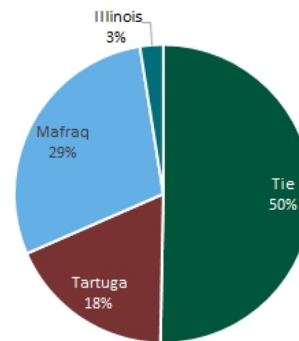
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Kvalitena	18,1%
Nerthus Investments	8,2%
Banco BTG Pactual	6,3%
Avanza Pension	4,9%
Jonas Lindvall	4,1%

---

Ordförande	Harald Pousette
Verkställande direktör	Jonas Lindvall
Finansdirektör	Andres Modarelli
Investerarkontakt	Victoria Berg
Hemsida	<a href="http://www.mahaenergy.ca">www.mahaenergy.ca</a>

## Produktion per tillgång 2023



*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 fondhandlarföreningens 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)