



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 21 Februari 2022

Eolus Vind

Guidance pekar på lägre marginaler

Problemen med Öyefjellet fortsätter

Eolus rapporterade ett relativt neutralt resultat givet våra förväntningar. Problem med Öyefjellet fortsätter; projektstart är nu uppskjuten till Q2'22. Även om Öyefjellet är speciellt på många sätt, pekar problemen på en ny värld där projekt möter hårdare folkligt motstånd, vilket leder till att man måste söka sig till områden med svårare förhållanden och därmed dyrare byggnation.

Guidance ger svaga signaler

Bolaget guidar för 1000 MW per år och en ROE på 10% 22e-24e. Däremot ges ingen guidance för pris/MW. Vi behåller därmed våra försäljningsestimater. Däremot innebär ROE-målet att våra marginalförväntningar har varit alltför höga och vi sänker våra EBITDA-prognoser med 43% och 59% för 2022 & 2023. Vi tolkar ROE målet som att bolaget ser att markanden för landbaserad vindkraft, där den stora exponeringen ligger, har mognat.

Sänker motiverat värde för att reflektera nya förutsättningar

Vi bedömer att kombinationen av mer volatila elpriser, utbudstörningar samt högre priser på utrustning minskar utrymmet att ta betalt för utveckling. Historisk lönsamhet är därmed ingen guide inför framtiden. Vi har därför sänkt vår långsiktiga EBIT-marginal från 10% till 6%. Kombinerat med lägre prognoser för 22e-24e sänker vi vårt motiverade värde till 125-130 kr (200-210).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	125.0 - 130.0	
EPS, justerad 22e	4.8	8.7	-45.0%	Omsättning, mkr	2,656	4,251	4,041	3,608	Aktiekurs	83.0
EPS, justerad 23e	6	15.4	-61.2%	Tillväxt	8%	60%	(5)%	(11)%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	7.1	7.1	0.0%	EBITDA, mkr	(19.8)	171	209	245		
				EBIT, mkr	(25)	167	205	241		
				EPS, justerad	(1.0)	4.8	6.0	7.1		
				EPS tillväxt	(112)%	(587)%	24%	19%		
				EK/aktie	50.7	54.0	58.3	63.3		
				Utdelning/aktie	1.5	1.8	2.0	2.1		
				EBIT-marginal	(0.7)%	4.0%	5.2%	6.8%		
				ROE	(2.1)%	9.2%	10.6%	11.7%		
				ROCE	(0.9)%	12.7%	14.4%	15.6%		
				EV/Sales	0.6x	0.4x	0.4x	0.5x		
				EV/EBITDA	(82.2)x	9.5x	7.8x	6.6x		
				EV/EBIT	(65.2)x	9.7x	7.9x	6.8x		
				P/E, justerad	(84.3)x	17.3x	13.9x	11.7x		
				P/EK	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x		
				Direktavkastning	1.2%	2.1%	2.4%	2.5%		
				FCF yield	(3.3)%	13.5%	4.6%	1.3%		
				Nettosk./EBITDA	22.2g	(4.0)g	(3.5)g	(2.9)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q1'22	2022-05-18		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	25m	orjan.roden@penser.se	
Börsvärde	2,067		
Nettoskuld	(439)		
EV	1,628		
Free float	100%		
Daglig handelsvolym, snitt	132(k)		
Reuters/Bloomberg	EOLUB.ST/EOLUB.SS		



Sammanfattning

Guidance pekar på lägre marginaler

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 att 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.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 21 Februari 2022

Sammanfattning

Guidance pekar på lägre marginaler

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.

Värdering

Vi värderar Eolus enligt en DCF kalkyl med en WACC på 8,4% och en långsiktig tillväxt på 2% samt en rörelsemarginal på 6%. Detta ger ett värde på 127 kr.

Känslighetsanalys

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,4%	138	142	148	154	163
	7,9%	128	132	136	141	148
	8,4%	120	123	127	131	135
	8,9%	113	115	118	121	125
	9,4%	107	109	111	114	117

		Long-term EBIT margin				
		1,0%	3,5%	6,0%	8,5%	11,0%
WACC	7,4%	80	114	148	182	216
	7,9%	77	107	136	166	195
	8,4%	75	101	127	152	178
	8,9%	73	95	118	141	164
	9,4%	71	91	111	131	151

Källa: EPB

Estimatförändringar

Bolagets nya finansiella mål om en avkastning på eget kapital (ROE) på 10% indikerar en klart sämre framtid relativt historien. Även om snittavkastningen på eget kapital under perioden 2013-2021 uppgår till 9% per år, så har de senaste 4 åren uppvisat ett snitt på 15%. Exkluderar vi det exceptionellt svaga 2021, som har tyngts av Öyefjellet, är snittet i modern tid (2017-2020) 21%. Därmed har både vi, och marknaden, givet värderingen av aktien under de senaste åren, överskattat den långsiktiga intjäningsförmågan baserat på perioden 2017-2020. Utvecklare som Eolus har normalt sett en bra visibilitet, även om negativa överraskningar såsom Öyefjellet kan dyka upp. Detta gör emellertid att vi tar deras guidance som en bra värdemätare på intjäning under de närmaste åren.

Vi bedömer att makromiljön, trots de höga elpriserna som vi ser nu, och som vi även förväntar oss framöver, inte är en positiv miljö för utvecklare. Det är sannolikt kombinationen av mer volatila elpriser, utbudsstörningar, besvärliga tillståndprocesser och pristryck från vindturbintillverkare som skapar denna situation. Volatila elpriser, och framför allt låga priser när vindproduktionen är hög och vice versa, driver upp avkastningskravet för köpare av vindkraftparker. Utbudsstörningar är ett känt fenomen vid det här laget. Alltmer lokalt motstånd driver projekt bort från lättbyggda områden till mer svårtillgängliga, vilket Öyefjellet är ett bra exempel på. Sist men inte minst ser vi en viss konsolidering inom vindturbinindustrin, och allmänt pressad lönsamhet hos exempelvis Vestas, vilket talar för högre turbinpriser framöver.

Sammantaget gör detta att vi sänker våra estimat väsentligt enligt tabellen nedan. Det finns ingenting som talar för att makromiljön kommer förändras på medellång sikt. Detta gör att vi justerar ner vår långsiktiga EBIT-marginal från 10 till 6%, vilket är i linje med perioden 2016-2024, inklusive våra estimat för 2022e-24e.

Denna kraftiga sänkning får en signifikant påverkan på vår motiverade värde, som bygger på en DCF-kalkyl.

Old estimates 2022e 2023e 2024e

Revenue	4251	4041	N.a.
EBITDA	300	515	N.a.

New estimates 2022e 2023e 2024e

Revenue	4251	4041	3608
EBITDA	171	209	245

Difference 2022e 2023e 2024e

Revenue	0%	0%	N.m.
EBITDA	-43%	-59%	N.m.

Källa: EPB

Resultaträkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	693	1 066	1 366	2 032	2 467	2 656	4 251	4 041	3 608
Övriga rörelseintäkter	2	17	23	59	122	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-608	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-2 484	-3 836	-3 622	-3 155
Bruttovinst	88	160	311	297	442	172	416	418	453
Övriga externa kostnader	-44	-54	-52	-58	-83	-93	-173	-121	-108
Personalkostnader	-28	-31	-33	-39	-56	-59	-72	-88	-100
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-4	-9	-5	-77	-15	-40	0	0	0
EBITDA	12	66	222	123	288	-20	171	209	245
Avskrivningar	-27	-23	-15	-5	-8	-5	-4	-4	-4
EBIT (justerat)	-15	43	207	118	280	-25	167	205	241
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-15	43	207	118	280	-25	167	205	241
Finansiella intäkter	0	0	0	0	4	8	8	8	8
Finansiella kostnader	-13	-6	-4	-2	-101	-24	-20	-20	-20
Resultat före skatt	-28	37	204	116	183	-40	155	193	229
Skatter	5	-10	-5	17	16	16	-36	-44	-53
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-23	27	199	133	199	-25	119	149	176
Nettoresultat (justerat)	-23	27	199	133	199	-25	119	149	176

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	-15	43	207	118	280	-25	167	205	241
Justeringar och övrigt	11	12	3	-39	-75	3	-42	-44	-33
Förändringar i rörelsekapital	139	36	32	487	-689	-75	173	-41	-137
Kassaflöde från den operationella verksamheten	135	91	242	567	-484	-97	298	120	71
Investeringar	-3	-7	-1	-98	-16	-4	-9	-8	-7
Avyttringar	15	1	0	0	21	1	0	0	0
Fritt kassaflöde	148	85	241	469	-479	-100	289	112	64
Utdelningar	-37	-37	-37	-37	-37	-50	-37	-44	-50
Nyemission / återköp	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-23	-4	0	-2	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-107	-64	334	-66	110	82	0	0	0
Kassaflöde	-19	-20	538	364	-406	-68	252	68	14
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	1	0	-6	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-691	-759	-773
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-691	-759	-773

Källa: EPB

Balansräkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	96	54	25	11	11	11	11
Materiella anläggningstillgångar	292	139	81	57	58	25	38	50	61
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	22	22	22	22
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	292	139	177	111	83	58	71	83	94
Varulager	462	345	575	472	429	843	941	998	1 189
Kundfordringar	29	26	53	25	16	359	0	0	0
Övriga omsättningstillgångar	265	181	350	346	590	0	0	0	0
Likvida medel	222	202	740	1 103	690	625	867	919	897
Summa omsättningstillgångar	978	753	1 718	1 947	1 725	1 827	1 808	1 917	2 086
SUMMA TILLGÅNGAR	1 270	892	1 895	2 058	1 808	1 885	1 879	2 000	2 180
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	671	658	814	888	1 037	1 264	1 346	1 451	1 578
Minoritetsintressen	0	2	2	2	-1	0	0	0	0
Summa eget kapital	671	660	816	890	1 036	1 264	1 346	1 451	1 578
Långfristiga finansiella skulder	86	13	156	152	135	21	21	21	21
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	6	21	18	18	18	18
Övriga långfristiga skulder	0	86	86	1	72	65	65	65	65
Summa långfristiga skulder	86	99	242	160	228	104	104	104	104
Kortfristiga finansiella skulder	60	21	165	151	251	165	165	165	165
Leverantörsskulder	311	28	279	229	169	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	7	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	141	93	393	628	117	352	263	279	333
Summa kortfristiga skulder	512	142	837	1 008	544	517	428	444	498
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 270	901	1 895	2 058	1 808	1 885	1 879	2 000	2 180

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningsstillväxt	-54%	54%	28%	49%	21%	8%	60%	-5%	-11%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-93%	448%	235%	-44%	134%	N.m.	N.m.	22%	17%
EPS-tillväxt, justerad	-128%	-220%	635%	-33%	49%	N.m.	N.m.	24%	19%
Bruttomarginal	12,7%	15,0%	22,8%	14,6%	17,9%	6,5%	9,8%	10,3%	12,6%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	5,6%	8,0%	17,3%	6,3%	11,9%	-0,6%	4,1%	5,3%	6,9%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	1,7%	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	-0,7%	4,0%	5,2%	6,8%
Skattesats	19%	26%	2%	-15%	-9%	39%	23%	23%	23%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-3%	4%	27%	16%	21%	-2%	9%	11%	12%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	1%	9%	25%	12%	25%	-1%	13%	14%	16%
ROIC	1%	7%	19%	8%	17%	-1%	9%	10%	11%
Investeringar (ex IFRS 16)	3	7	1	98	16	4	9	8	7
Investeringar / omsättning	0%	1%	0%	5%	1%	0%	0%	0%	0%
Externa kostnader / omsättning	10%	8%	6%	5%	6%	6%	6%	5%	6%
Varulager / omsättning	67%	32%	42%	23%	17%	32%	22%	25%	33%
Kundfordringar / omsättning	4%	2%	4%	1%	1%	14%	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / omsättning	45%	3%	20%	11%	7%	13%	6%	7%	9%
Rörelsekapital / omsättning	44%	40%	22%	-1%	30%	32%	16%	18%	24%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	1,0x	1,0x	1,0x	1,3x	1,4x	2,3x	2,1x	1,7x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-681	-733	-711
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-681	-733	-711
Soliditet (ex IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	58%	67%	72%	73%	72%
Soliditet (inkl IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	57%	67%	72%	73%	72%
Nettoskuldssättningsgrad (inkl IFRS 16)	-11%	-25%	-51%	-90%	-29%	-35%	-51%	-50%	-45%
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	-1,9x	-2,0x	-1,8x	-6,3x	-1,0x	30,0x	-3,9x	-3,4x	-2,9x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,91	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,98	4,80	5,96	7,09
EPS, justerad	-0,91	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,98	4,80	5,96	7,09
FCF per aktie	5,34	3,38	9,65	18,81	-20,07	-4,05	11,22	3,81	1,12
Utdelning per aktie	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50	1,75	2,00	2,10
Eget kapital per aktie	26,9	26,4	32,7	35,6	41,6	50,7	54,0	58,3	63,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9

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