



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 19 Maj 2022

## Eolus Vind

### Större projektportfölj men Norge tynger

#### Problemen med Öyefjellet fortsätter

Eolus rapporterade ett svagt resultat i Q1'22. EBIT på -158 mkr var lägre än samma period föregående år (-21 mkr). Det är återigen problem med projektet i Öyefjellet som orsakar problem. En positiv nyhet är att projektportföljen har utökats med drygt 2 000 MW.

#### Sänkta prognoser på grund av Q1

Resultatet i kvartalet gör att vi sänker våra EBITDA-prognoser till förlust för 2022e och med 45% för 2023e. Vi bedömer fortsatt att bolaget kommer att nå sitt mål om en avkastning på eget kapital ("ROE") på minst 10% för 2024, men att man missar målet för 2022e och 2023e. Givet de senaste årens höga volatilitet i intjäningen är dock osäkerheten i våra prognos relativt sett hög.

#### Sänker motiverat värde för att reflektera nya förutsättningar

Estimatförändringarna i kombination med ett högre ränteläge motiverar ett lägre motiverat värde. De närmaste åren ter sig svaga ur ett kassaflödesperspektiv, vilket påverkar DCF-kalkylen signifikant. Vi sänker därför vårt motiverade värde till 107-112 kr (125-130).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	107.0 - 112.0	
EPS, justerad 22e	-4.9	4.8	-201.6%	Omsättning, mkr	2,656	2,555	3,641	3,608	Aktiekurs	93.3
EPS, justerad 23e	3.1	6	-48.8%	Tillväxt	8%	(4)%	43%	(1)%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	5.2	7.1	-26.3%	EBITDA, mkr	(19.8)	(123.4)	115	185	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, mkr	(25)	(127)	111	181		
				EPS, justerad	(1.0)	(4.9)	3.1	5.2		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EPS tillväxt	(112)%	395%	(163)%	71%		
				Q2'22		2022-08-30	EK/aktie	50.8	47.8	49.1
				Utdelning/aktie	1.5	1.8	2.0	2.1	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div> <p>orjan.roden@penser.se</p>	
				EBIT-marginal	(0.7)%	(4.8)%	3.1%	5.1%		
				ROE (%)	(2.1)%	(9.9)%	6.3%	10.3%		
				ROCE	(0.9)%	(8.9)%	9.4%	14.2%		
				EV/Sales	0.7x	0.8x	0.5x	0.5x		
				EV/EBITDA	(99.9)x	(16.0)x	17.2x	10.7x		
				EV/EBIT	(79.2)x	(15.5)x	17.9x	10.9x		
				P/E, justerad	(94.8)x	(19.1)x	30.6x	17.9x		
				P/EK	1.8x	2.0x	1.9x	1.8x		
				Direktavkastning	1.2%	1.9%	2.1%	2.3%		
				FCF yield	(3.3)%	1.7%	1.0%	5.3%		
				Nettosk./EBITDA	22.2g	4.1g	(4.3)g	(3.1)g		



# Sammanfattning

## Större projektportfölj men Norge tynger

### 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.



# Sammanfattning

---

## Större projektportfölj men Norge tynger

### 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 9,2% och en långsiktig tillväxt på 3% samt en rörelsemarginal på 6%. Detta ger ett värde på 109 kr.

## Känslighetsanalys

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,2%	119	124	128	134	142
	8,7%	111	114	118	122	128
	9,2%	103	106	109	113	117
	9,7%	97	99	101	104	108
	10,2%	91	93	95	97	100

  

		Long-term EBIT margin				
		1,0%	3,5%	6,0%	8,5%	11,0%
WACC	8,2%	62	95	128	162	195
	8,7%	60	89	118	147	176
	9,2%	58	84	109	134	160
	9,7%	57	79	101	124	146
	10,2%	56	75	95	115	134

Källa: EPB

## Estimatförändringar

Vi sänker våra estimat för prognosperioden drivet av utfallet i Q1. Det spiller till viss del över i 2023e-2024e p.g.a. baseffekter. Däremot ser vi en positiv effekt av rörelsekapital i 2022e då Stor-Skålsjön bör generera ett kassainflöde under året, vilket begränsar effekten på den finansiella ställningen.

### Gamla estimat 2022e 2023e 2024e

Revenue	4251	4041	3608
EBITDA	171	209	245

### Nya estimat 2022e 2023e 2024e

Revenue	2555	3641	3608
EBITDA	-123	115	185

### Difference 2022e 2023e 2024e

Revenue	-40%	-10%	0%
EBITDA	-172%	-45%	-25%

Källa: EPB

## Resultaträkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>693</b>	<b>1 066</b>	<b>1 366</b>	<b>2 032</b>	<b>2 467</b>	<b>2 656</b>	<b>2 555</b>	<b>3 641</b>	<b>3 608</b>
Övriga rörelseintäkter	2	17	23	59	122	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-608	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-2 484	-2 487	-3 331	-3 218
<b>Bruttovinst</b>	<b>88</b>	<b>160</b>	<b>311</b>	<b>297</b>	<b>442</b>	<b>172</b>	<b>68</b>	<b>309</b>	<b>390</b>
Övriga externa kostnader	-44	-54	-52	-58	-83	-93	-105	-109	-108
Personalkostnader	-28	-31	-33	-39	-56	-59	-77	-86	-97
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-4	-9	-5	-77	-15	-40	-9	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>66</b>	<b>222</b>	<b>123</b>	<b>288</b>	<b>-20</b>	<b>-123</b>	<b>115</b>	<b>185</b>
Avskrivningar	-27	-23	-15	-5	-8	-5	-4	-4	-4
<b>EBIT (justerat)</b>	<b>-15</b>	<b>43</b>	<b>207</b>	<b>118</b>	<b>280</b>	<b>-25</b>	<b>-127</b>	<b>111</b>	<b>181</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-15</b>	<b>43</b>	<b>207</b>	<b>118</b>	<b>280</b>	<b>-25</b>	<b>-127</b>	<b>111</b>	<b>181</b>
Finansiella intäkter	0	0	0	0	4	8	6	8	8
Finansiella kostnader	-13	-6	-4	-2	-101	-24	-16	-20	-20
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-28</b>	<b>37</b>	<b>204</b>	<b>116</b>	<b>183</b>	<b>-40</b>	<b>-137</b>	<b>99</b>	<b>169</b>
Skatter	5	-10	-5	17	16	16	16	-23	-39
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>-23</b>	<b>27</b>	<b>199</b>	<b>133</b>	<b>199</b>	<b>-25</b>	<b>-121</b>	<b>76</b>	<b>130</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>-23</b>	<b>27</b>	<b>199</b>	<b>133</b>	<b>199</b>	<b>-25</b>	<b>-121</b>	<b>76</b>	<b>130</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	-15	43	207	118	280	-25	-127	111	181
Justeringar och övrigt	11	12	3	-39	-75	3	-25	-39	-55
Förändringar i rörelsekapital	139	36	32	487	-689	-75	196	-41	5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>135</b>	<b>91</b>	<b>242</b>	<b>567</b>	<b>-484</b>	<b>-97</b>	<b>43</b>	<b>31</b>	<b>131</b>
Investeringar	-3	-7	-1	-98	-16	-4	-4	-7	-7
Avyttringar	15	1	0	0	21	1	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>148</b>	<b>85</b>	<b>241</b>	<b>469</b>	<b>-479</b>	<b>-100</b>	<b>39</b>	<b>23</b>	<b>124</b>
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	213	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	<b>538</b>	<b>364</b>	<b>-406</b>	<b>-68</b>	<b>215</b>	<b>-20</b>	<b>74</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	1	0	-6	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (ex IFRS 16)</b>	<b>-75</b>	<b>-168</b>	<b>-419</b>	<b>-800</b>	<b>-304</b>	<b>-439</b>	<b>-511</b>	<b>-490</b>	<b>-565</b>
<b>Nettoskuld (inkl IFRS 16)</b>	<b>-75</b>	<b>-168</b>	<b>-419</b>	<b>-800</b>	<b>-304</b>	<b>-439</b>	<b>-511</b>	<b>-490</b>	<b>-565</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	15/16	16/17	17/18	18/19	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	96	54	25	11	10	10	10
Materiella anläggningstillgångar	292	139	81	57	58	25	36	48	59
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	22	25	25	25
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>292</b>	<b>139</b>	<b>177</b>	<b>111</b>	<b>83</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>83</b>	<b>94</b>
Varulager	462	345	575	472	429	843	941	998	1 046
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	842	821	896
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>978</b>	<b>753</b>	<b>1 718</b>	<b>1 947</b>	<b>1 725</b>	<b>1 827</b>	<b>1 782</b>	<b>1 820</b>	<b>1 942</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 270</b>	<b>892</b>	<b>1 895</b>	<b>2 058</b>	<b>1 808</b>	<b>1 885</b>	<b>1 854</b>	<b>1 902</b>	<b>2 036</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	671	658	814	888	1 037	1 264	1 190	1 223	1 303
Minoritetsintressen	0	2	2	2	-1	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>671</b>	<b>660</b>	<b>816</b>	<b>890</b>	<b>1 036</b>	<b>1 264</b>	<b>1 190</b>	<b>1 223</b>	<b>1 303</b>
Långfristiga finansiella skulder	86	13	156	152	135	21	23	23	23
Pensionsavsättning	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	6	21	18	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	0	86	86	1	72	65	65	65	65
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>86</b>	<b>99</b>	<b>242</b>	<b>160</b>	<b>228</b>	<b>104</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>
Kortfristiga finansiella skulder	60	21	165	151	251	165	308	308	308
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>512</b>	<b>142</b>	<b>837</b>	<b>1 008</b>	<b>544</b>	<b>517</b>	<b>571</b>	<b>587</b>	<b>641</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 270</b>	<b>901</b>	<b>1 895</b>	<b>2 058</b>	<b>1 808</b>	<b>1 885</b>	<b>1 854</b>	<b>1 902</b>	<b>2 036</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-54%	54%	28%	49%	21%	8%	-4%	43%	-1%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-93%	448%	235%	-44%	134%	N.m.	N.m.	N.m.	61%
EPS-tillväxt, justerad	-128%	-220%	635%	-33%	49%	N.m.	N.m.	N.m.	71%
Bruttomarginal	12,7%	15,0%	22,8%	14,6%	17,9%	6,5%	2,7%	8,5%	10,8%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	5,6%	8,0%	17,3%	6,3%	11,9%	-0,6%	-4,7%	3,3%	5,2%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	1,7%	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	-0,7%	-4,8%	3,1%	5,1%
Skattesats	19%	26%	2%	-15%	-9%	39%	12%	23%	23%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-3%	4%	27%	16%	21%	-2%	-10%	6%	10%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	1%	9%	25%	12%	25%	-1%	-9%	9%	14%
ROIC	1%	7%	19%	8%	17%	-1%	-6%	6%	9%
Investeringar (ex IFRS 16)	3	7	1	98	16	4	4	7	7
Investeringar / omsättning	0%	1%	0%	5%	1%	0%	0%	0%	0%
Externa kostnader / omsättning	10%	8%	6%	5%	6%	6%	7%	5%	6%
Varulager / omsättning	67%	32%	42%	23%	17%	32%	37%	27%	29%
Kundfordringar / omsättning	4%	2%	4%	1%	1%	14%	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / omsättning	45%	3%	20%	11%	7%	13%	10%	8%	9%
Rörelsekapital / omsättning	44%	40%	22%	-1%	30%	32%	27%	20%	20%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	1,0x	1,0x	1,0x	1,3x	1,4x	1,4x	1,9x	1,8x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-511	-490	-565
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	-75	-168	-419	-800	-304	-439	-511	-490	-565
Soliditet (ex IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	58%	67%	64%	64%	64%
Soliditet (inkl IFRS 16)	53%	74%	43%	43%	57%	67%	64%	64%	64%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	-11%	-25%	-51%	-90%	-29%	-35%	-43%	-40%	-43%
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	-1,9x	-2,0x	-1,8x	-6,3x	-1,0x	30,0x	4,3x	-4,1x	-3,0x

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	-4,87	3,05	5,22
EPS, justerad	-0,91	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,98	-4,87	3,05	5,22
FCF per aktie	5,34	3,38	9,65	18,81	-20,07	-4,05	1,57	0,93	4,98
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	47,8	49,1	52,3
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](http://www.penser.se)