



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förnyelsebar energi | Sverige | 17 oktober 2022

Eolus

Projektförsäljning och starkare underliggande marknad höjer estimat och värde

Försäljning av sol- och lagringsprojekt i Arizona, USA

Eolus har annonserat att bolaget säljer ett projekt inom Sol-och batterilager i Arizona, USA. Förväntad total köpeskilling, givet att projektet blir av, byggs enligt tidplan och med förväntad kapacitet, är USD 104-190m, med en initial betalning på USD 12m. Vår bedömning är att försäljningen kommer att generera medelhöga 2-siffriga marginaler, även om osäkerheten naturligtvis är stor givet det stora spann för intäkter som bolaget har kommunicerat.

Höjda estimat på grund av affären och stark underliggande marknad

Vi ser det som klart positivt att Eolus fortsätter att leverera bra från projektportföljen efter den lyckade försäljningen av Stor-Skälsjön i Q2'22. På grund av affären, men även givet den starka underliggande marknaden, höjer vi våra estimat väsentligt för -23e och 24e. Vi har underskattat marknadens vilja att betala högre priser för projekt jämfört med vad vi tidigare har antagit. Vår bedömning är att den långsiktiga prisbilden för elenergi nu har justerats upp, vilket gör att utvecklare med starka projektportföljer, som Eolus, kan dra nytta av en denna nya prisbild.

Högre motiverat värde - aktien lågt värderad absolut och relativt

Vi höjer vårt DCF-baserade motiverade värde till 140-145 (125-130). Den främsta drivkraften är högre försäljningsestimat. Aktien framstår i absoluta och relativa termer som undervärderad; internationella peers som Neoen och OX2 handlas på EV/EBITDA-multiplar om 14-15x på -23e enligt Factset konsensus. Givet aktiens senaste tillbakagång ser vi dessa nivåer som attraktiva för en investering i grön omställning och hållbarhet med en ökande leverans från projektportföljen.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	140,0 - 145,0 kr
Totala intäkter	3 456	0,1	4 365	19,9	Totala intäkter	2 656	3 456	4 365	5 974	Aktiekurs	106,7 kr
EBITDA, just.	128	10,0	340	196,9	Intäkstillväxt	3%	30%	26%	37%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	0,1	342,9	11,7	282,0	EBITDA, just.	-20	128	340	425	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser					EBIT, just.	-25	124	336	421		
Q3 - rapport	17 november 2022				EPS, just.	-1,0	0,1	11,7	13,7	Intressekonflikter	
Q4 - rapport	16 februari 2023				EPS-tillväxt	N.m.	112%	N.m.	17%	Yes No	
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	50,7x	54,3x	64,2x	75,8x	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	25				Utdelning per aktie	1,5	1,8	2,0	2,3	Certified adviser	✓
Börsvärde	2 658				EBIT-marginal	Neg.	3,6%	7,7%	7,0%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-439				ROE, just.	Neg.	0,2%	19,7%	19,5%		
EV	2 218				ROCE, just.	-0,4%	2,1%	4,8%	5,2%		
Free float	84%				EV/Sales	1,5x	0,6x	0,4x	0,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	91(k)				EV/EBITDA	Neg.	17,3x	5,6x	4,1x		
Analytiker					EV/EBIT	Neg.	17,9x	5,7x	4,1x		
Orjan Roden					P/E, just.	Neg.	N.m.	9,2x	7,8x		
orjan.roden@penser.se					P/EK	3,5x	2,0x	1,7x	1,4x		
					Direktavkastning	0,9%	1,6%	1,9%	2,1%		
					FCF yield	-2%	0%	13%	8%		
					Nettoskuld/EBITDA	22,3x	-3,4x	-2,2x	-2,1x		

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 att ökad överföringskapacitet byggs 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, så 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 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 vindkraft 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, där bolaget i 29 av de senaste 30 åren 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.

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 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.

Värdering

Vi värderar Eolus enligt en DCF kalkyl med en WACC på 10% och en långsiktig tillväxt på 3% samt en rörelsemarginal på 6%. Detta ger ett värde på 143 kr

Estimatförändringar

Gamla estimat	2022e	2023e	2024e
Revenue	3451	3641	3608
EBITDA	116	115	185
Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Revenue	3456	4365	5974
EBITDA	128	340	425
Difference	2022e	2023e	2024e
Revenue	0%	20%	66%
EBITDA	10%	197%	130%

Källa: EPB

DCF inklusive känslighetsanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																																																																							
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 815			Risk free nominal rate	2.5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="7">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th></th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> <th>3.5%</th> <th>4.0%</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>9.0%</td> <td>153</td> <td>157</td> <td>161</td> <td>166</td> <td>171</td> <td></td> </tr> <tr> <td>9.5%</td> <td>145</td> <td>148</td> <td>151</td> <td>155</td> <td>159</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10.0%</td> <td>138</td> <td>140</td> <td>143</td> <td>146</td> <td>149</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10.5%</td> <td>132</td> <td>133</td> <td>136</td> <td>138</td> <td>141</td> <td></td> </tr> <tr> <td>11.0%</td> <td>126</td> <td>127</td> <td>129</td> <td>131</td> <td>133</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="7">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th></th> <th>1.0%</th> <th>3.5%</th> <th>6.0%</th> <th>8.5%</th> <th>11.0%</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>9.0%</td> <td>97</td> <td>129</td> <td>161</td> <td>193</td> <td>225</td> <td></td> </tr> <tr> <td>9.5%</td> <td>95</td> <td>123</td> <td>151</td> <td>179</td> <td>207</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10.0%</td> <td>93</td> <td>118</td> <td>143</td> <td>168</td> <td>193</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10.5%</td> <td>91</td> <td>113</td> <td>136</td> <td>158</td> <td>180</td> <td></td> </tr> <tr> <td>11.0%</td> <td>90</td> <td>109</td> <td>129</td> <td>149</td> <td>169</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						Long-term growth rate								2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		9.0%	153	157	161	166	171		9.5%	145	148	151	155	159		10.0%	138	140	143	146	149		10.5%	132	133	136	138	141		11.0%	126	127	129	131	133		Long-term EBIT margin								1.0%	3.5%	6.0%	8.5%	11.0%		9.0%	97	129	161	193	225		9.5%	95	123	151	179	207		10.0%	93	118	143	168	193		10.5%	91	113	136	158	180		11.0%	90	109	129	149	169	
Long-term growth rate																																																																																																													
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%																																																																																																								
9.0%	153	157	161	166	171																																																																																																								
9.5%	145	148	151	155	159																																																																																																								
10.0%	138	140	143	146	149																																																																																																								
10.5%	132	133	136	138	141																																																																																																								
11.0%	126	127	129	131	133																																																																																																								
Long-term EBIT margin																																																																																																													
	1.0%	3.5%	6.0%	8.5%	11.0%																																																																																																								
9.0%	97	129	161	193	225																																																																																																								
9.5%	95	123	151	179	207																																																																																																								
10.0%	93	118	143	168	193																																																																																																								
10.5%	91	113	136	158	180																																																																																																								
11.0%	90	109	129	149	169																																																																																																								
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 267			Risk premium	5.5%																																																																																																								
Enterprise value	3 082			Extra risk premium	2.0%																																																																																																								
Latest net debt	-598			Beta	1.0																																																																																																								
Minority interests & other	122			Cost of equity	10.0%																																																																																																								
Equity value	3 558			Cost of debt (pre-tax)	1.0%																																																																																																								
No. of shares outstanding (millions)	25			Tax rate	20%																																																																																																								
Equity value per share (SEK)	142			Target debt/(debt + equity)	0%																																																																																																								
				WACC	10.0%																																																																																																								
Implícit multiplik				Terminal value assumptions																																																																																																									
EV/Sales	1.0	0.7	0.5	Long term growth rate	3.0%																																																																																																								
EV/EBITDA	24.8	9.1	7.2	Long term EBIT margin	6.0%																																																																																																								
EV/EBIT	25.6	9.2	7.3	Depreciation (% of sales)	0.5%																																																																																																								
EV/NOPLAT	30.2	10.8	8.6	Capex (% of sales)	0.5%																																																																																																								
P/E				Working cap. (% of sales)	20.5%																																																																																																								
ROIC/WACC				Tax rate	15%																																																																																																								
Current Share price	115																																																																																																												

Källa:EPB,

Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 066	1 366	2 032	2 467	2 614	3 456	4 365	5 974
Övriga rörelseintäkter	17	23	59	122	42	0	0	0
Totala intäkter	1 083	1 389	2 091	2 589	2 656	3 456	4 365	5 974
Kostnad sålda varor	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-2 485	-3 093	-3 798	-5 227
Bruttovinst	160	311	297	442	171	363	567	747
Övriga rörelsekostnader	-94	-90	-174	-154	-191	-235	-227	-322
EBITDA, justerad	66	222	123	288	-20	128	340	425
Avskrivningar	-23	-15	-5	-8	-5	-4	-4	-4
EBIT, justerad	43	207	118	280	-25	124	336	421
EBIT	43	207	118	280	-25	124	336	421
Finansiella poster	-6	-4	-2	-98	-15	-6	-12	-12
Resultat före skatt	37	204	116	183	-40	118	324	409
Skatter	-10	-5	17	16	16	7	-34	-68
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	402	402	402
Nettoresultat, justerad	27	199	133	199	-24	3	290	341
Nettoresultat	27	199	133	199	-24	3	290	341

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	43	207	118	280	-25	124	336	421
Övriga kassaflödespåverkande poster	-2	-11	25	-66	41	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	36	32	487	-689	-75	-101	56	-151
Kassaflöde från den operationella verksamheten	91	242	567	-484	-96	-1	361	224
Investeringar	-7	-1	-2	-16	-4	-3	-9	-12
Avyttringar	1	0	0	21	1	0	0	0
Fritt kassaflöde	84	240	469	-500	-100	-4	353	212
Utdelningar	-37	-37	-37	-37	-50	-37	-44	-50
Förvärv	-4	0	-2	0	0	-30	0	0
Förändringar av lån	-64	334	-66	110	-208	132	0	0
Kassaflöde	-20	538	364	-406	-67	132	309	162
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-439	-748	-910

Källa: EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	0	96	54	25	11	11	11	11
Materiella anläggningstillgångar	139	81	57	30	26	55	60	68
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	15	16	16	16	16
Övriga anläggningstillgångar	9	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	148	177	111	111	59	88	93	101
Varulager	345	575	472	429	843	1 037	1 004	1 195
Kundfordringar	26	53	25	16	71	86	109	149
Likvida medel och kortfristiga placeringar	202	740	1 103	691	625	757	1 066	1 228
Summa omsättningstillgångar	753	1 718	1 947	1 697	1 826	2 157	2 529	3 050
SUMMA TILLGÅNGAR	901	1 895	2 058	1 808	1 885	2 245	2 622	3 151
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	658	814	888	1 037	984	949	1 196	1 487
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	402	402	402
Summa eget kapital	660	816	890	1 036	1 264	1 351	1 598	1 889
Långfristiga räntebärande skulder	13	156	152	135	21	21	21	21
Övriga långfristiga skulder	0	0	6	21	18	-11	1	31
Summa långfristiga skulder	99	242	160	228	104	147	159	189
Kortfristiga räntebärande skulder	21	165	151	251	165	297	297	297
Leverantörsskulder	28	279	229	169	186	242	306	418
Övriga kortfristiga skulder	93	393	628	124	166	207	262	358
Summa kortfristiga skulder	142	837	1 008	544	517	746	864	1 074
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	901	1 895	2 058	1 808	1 885	2 245	2 622	3 151

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	28%	51%	24%	3%	30%	26%	37%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	235%	N.m.	134%	N.m.	748%	166%	25%
EBIT-tillväxt, justerad	-	384%	N.m.	137%	N.m.	598%	172%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	635%	N.m.	49%	N.m.	112%	10219%	17%
Bruttomarginal	14,8%	22,4%	14,2%	17,1%	6,4%	10,5%	13,0%	12,5%
EBITDA-marginal	6,1%	16,0%	5,9%	11,1%	Neg.	3,7%	7,8%	7,1%
EBITDA-marginal, justerad	6,1%	16,0%	5,9%	11,1%	Neg.	3,7%	7,8%	7,1%
EBIT-marginal	4,0%	14,9%	5,7%	10,8%	Neg.	3,6%	7,7%	7,0%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	14,9%	5,7%	10,8%	Neg.	3,6%	7,7%	7,0%
Vinst-marginal, justerad	2,5%	45,5%	6,4%	7,7%	Neg.	0,1%	6,6%	5,7%

Källa: EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	27%	16%	21%	Neg.	0%	20%	20%
ROCE, justerad	-	6%	3%	5%	Neg.	2%	5%	5%
ROIC, justerad	-	47%	49%	68%	Neg.	14%	38%	46%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	32%	41%	23%	17%	32%	30%	23%	20%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	4%	1%	1%	3%	3%	3%	3%
Leverantörsskulder / KSV	3%	26%	13%	8%	7%	8%	8%	8%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	151%	934%	579%	353%	271%	318%	381%	334%
Rörelsekapital / totala intäkter	40%	22%	-1%	28%	32%	28%	21%	18%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,2x	1,8x	1,8x	1,8x	2,1x	2,3x	2,7x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-439	-748	-910
Soliditet	73%	43%	43%	57%	67%	60%	61%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,5x	-0,9x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,5x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,9x	-6,5x	-1,1x	22,3x	-3,4x	-2,2x	-2,1x

Källa: EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	0,11	11,7	13,7
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	0,11	11,7	13,7
FCF per aktie	3,38	9,65	18,8	-20,1	-4,03	-0,17	14,2	8,50
Utdelning per aktie	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50	1,75	2,00	2,25
Eget kapital per aktie	26,5	32,8	35,7	41,6	50,7	54,3	64,2	75,8
Antal aktier vid årets slut, m	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9

Källa: EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	19,9x	4,8x	14,8x	19,2x	-181,4x	944,8x	9,2x	7,8x
P/EK	0,8x	1,2x	2,2x	3,7x	3,5x	2,0x	1,7x	1,4x
P/FCF	6,4x	4,0x	4,2x	-7,6x	-43,4x	-614,9x	7,5x	12,6x
FCF-yield	16%	25%	24%	-13%	-2%	0%	13%	8%
Direktavkastning	6,9%	3,9%	1,9%	1,3%	0,9%	1,6%	1,9%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	138,0%	18,8%	28,1%	25,1%	-155,3%	1549,5%	17,2%	16,5%
EV/Sales	0,3x	0,4x	0,6x	1,4x	1,5x	0,6x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	5,6x	2,4x	9,4x	12,2x	-199,1x	17,3x	5,6x	4,1x
EV/EBIT, justerad	8,7x	2,6x	9,8x	12,6x	-157,7x	17,9x	5,7x	4,1x
EV	370	537	1 160	3 516	3 926	2 218	1 909	1 747
Aktiekurs	21,6	38,4	78,7	153,4	175,3	106,7	106,7	106,7

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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