



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förnyelsebar energi | Sverige | 17 november 2022

Eolus Vind

Inga projektförsäljningar i kvartalet

Inga projektförsäljningar under kvartalet

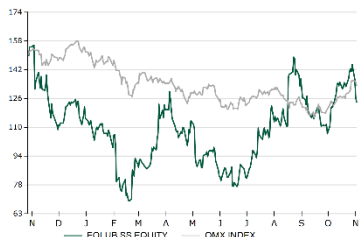
Eolus rapporterade en relativt låg omsättning i Q3'22, 111 mkr (691 mkr), då inga projektförsäljningar slutfördes under kvartalet. Intäkterna utgjordes därmed av resultatavräkning i pågående projekt, vilket normalt taktar på lägre nivåer jämfört med försäljningsintäkter, och därför förklarar den lägre intäktsnivån. EBIT på -8 mkr var även det lägre y/y, (+54 mkr i Q3'21), av samma orsaker. Vi justerar våra estimat för -22e men behåller våra estimat för resten av prognosperioden.

Fortsatt stark projektportfölj

Projektportföljen har fortsatt att växa och uppgår nu till 17 843 MW, jämfört med 17 428 MW i Q2'22. Det är viktigt att projektportföljen fortsätter att växa, eftersom volatiliteten i försäljning och resultat kommer att minska i takt med att Eolus har fler projekt färdiga för försäljning och färdigställande. De senaste årens stora skillnader mellan kvartal och år beror just på att alltför få projekt har varit föremål för resultatavräkning per tidsperiod.

Ett svagare kvartal jämfört med Q3'21 men den långa bilden är oförändrad

Även om kvartalet framstår som svagt i jämförelse med föregående år, är vår långsiktiga syn intakt. Eolus är en viktig spelare för omställningen mot förnyelsebar energi, med en stor projektportfölj som ger goda förutsättningar för framtida tillväxt och resultatgenerering. Aktien värderas klart lägre än många likande bolag, och det faktum att projektportföljen nu är signifikant i ett historiskt perspektiv, bör ge aktien goda förutsättningar att utvecklas väl. Vi bibehåller vårt motiverade värde på 140-145 kr per aktie.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	140 - 145 kr												
Totala intäkter	2 758	-20,2	4 365	0,0	Totala intäkter	2 656	2 758	4 365	5 974	Aktiekurs	116 kr												
EBITDA, just.	102	-20,2	340	0,0	Intäktstillväxt	3%	4%	58%	37%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-0,5	-538,0	11,5	0,0	EBITDA, just.	-20	102	340	425	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div>					EBIT, just.	-25	98	332	417														
Q4 - rapport					EPS, just.	-1,0	-0,5	11,5	13,5														
16 februari 2023					EPS-tillväxt	N.m.	49%	>100%	18%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>					EK/aktie	50,7	53,7	63,4	75,0														
Antal aktier					Utdelning per aktie	1,5	1,8	2,0	2,3														
Börsvärde					EBIT-marginal	Neg.	3,6%	7,6%	7,0%														
Nettoskuld					ROE, just.	Neg.	Neg.	19,7%	19,6%														
EV					ROCE, just.	Neg.	6,5%	19,2%	20,8%														
Free float					EV/Sales	1,5x	0,8x	0,5x	0,3x														
Daglig handelsvolym, snitt					EV/EBITDA	-	22,4x	6,4x	4,7x														
Bloomberg Ticker					EV/EBIT	-	23,4x	6,5x	4,8x														
EOLUB SS EQUITY					P/E, just.	-	-	10,1x	8,6x														
<div>Analytiker</div>					P/EK	3,5x	2,2x	1,8x	1,6x														
Orjan Roden					Direktavkastning	0,9%	1,5%	1,7%	1,9%														
orjan.roden@penser.se					FCF yield	-	6%	6%	7%														
					Nettoskuld/EBITDA	22,3x	-5,9x	-2,1x	-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 141 kr

DCF Inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 828		
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 278		
Enterprise value	3 106		
Latest net debt	-401		
Minority interests & other	0		
Equity value	3 507		
No. of shares outstanding (millions)	25		
Equity value per share (SEK)	141		

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	1,1	0,7	0,5
EV/EBITDA	30,4	9,1	7,3
EV/EBIT	31,7	9,3	7,4
EV/NOPLAT	37,3	11,0	8,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		116,3	

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	1,0%
Tax rate	20%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	6,0%
Depreciation (% of sales)	0,5%
Capex (% of sales)	0,5%
Working cap. (% of sales)	20,5%
Tax rate	15%

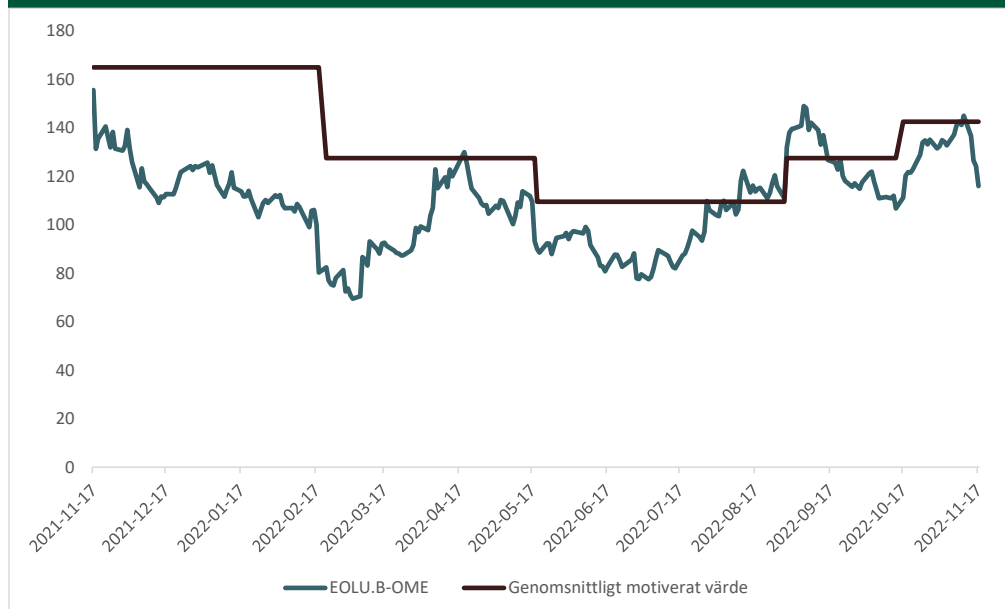
Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,0%	151	155	159	164	170
	9,5%	143	146	149	153	157
	10,0%	136	138	141	144	147
	10,5%	129	131	134	136	139
	11,0%	124	125	127	129	131

		Long-term EBIT margin				
		1,0%	3,5%	6,0%	8,5%	11,0%
WACC	9,0%	95	127	159	191	223
	9,5%	93	121	149	178	206
	10,0%	91	116	141	166	191
	10,5%	89	111	134	156	178
	11,0%	87	107	127	147	167

Källa: EPB

Historisk aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 066	1 366	2 032	2 467	2 614	2 758	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	2 758	4 365	5 974
Kostnad sålda varor	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-2 485	-2 468	-3 798	-5 227
Bruttoresultat	160	311	297	442	171	290	567	747
Totala rörelsekostnader	-94	-90	-174	-154	-191	-188	-227	-322
EBITDA	66	222	123	288	-20	102	340	425
EBITDA, justerad	66	222	123	288	-20	102	340	425
Totala avskrivningar	-23	-15	-5	-8	-5	-4	-8	-8
EBITA, justerad	43	207	118	280	(25)	98	332	417
EBIT	43	207	118	280	-25	98	332	417
EBIT, justerad	43	207	118	280	-25	98	332	417
Finansnetto	-6	-4	-2	-98	-15	-6	-12	-12
Resultat före skatt	37	204	116	183	-40	92	320	405
Resultat före skatt, justerad	37	204	116	183	-40	92	320	405
Total skatt	-10	-5	17	16	16	18	-34	-68
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-122	0	0
Nettoresultat	27	199	133	199	-24	-12	287	337
Nettoresultat, justerad	27	199	133	199	-24	-12	287	337

Källa: Eolus Vind, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	43	207	118	280	-25	98	332	417
Övriga kassaflödesposter	12	3	(39)	(75)	3	(24)	(27)	(43)
Förändringar i rörelsekapital	36	32	487	-689	-75	91	-136	-151
Kassaflöde från den operationella verksamheten	91	242	567	-484	-96	165	169	224
Investeringar	-7	-1	-2	-16	-4	-2	-9	-12
Avyttringar	1	0	0	21	1	0	0	0
Fritt kassaflöde	84	240	469	-500	-100	163	161	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	300	117	162
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-607	-724	-886

Källa: Eolus Vind, 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	54	55	59
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	87	88	92
Varulager	345	575	472	429	843	827	1 004	1 195
Kundfordringar	26	53	25	16	71	69	109	149
Likvida medel och kortfristiga placeringar	202	740	1 103	691	625	925	1 042	1 204
Summa omsättningstillgångar	753	1 718	1 947	1 697	1 826	2 042	2 504	3 026
SUMMA TILLGÅNGAR	901	1 895	2 058	1 808	1 885	2 129	2 592	3 117
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	658	814	888	1 037	984	934	1 178	1 465
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	402	402	402
Summa eget kapital	660	816	890	1 036	1 264	1 336	1 580	1 867
Långfristiga räntebärande skulder	13	156	152	135	21	21	21	21
Övriga långfristiga skulder	0	0	6	21	18	-21	-10	18
Summa långfristiga skulder	99	242	160	228	104	137	148	176
Kortfristiga räntebärande skulder	21	165	151	251	165	297	297	297
Leverantörsskulder	28	279	229	169	186	193	306	418
Övriga kortfristiga skulder	93	393	628	124	166	165	262	358
Summa kortfristiga skulder	142	837	1 008	544	517	656	864	1 074
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	901	1 895	2 058	1 808	1 885	2 129	2 592	3 117

Källa: Eolus Vind, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	28%	51%	24%	3%	4%	58%	37%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%	>100%	25%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%	>100%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	49%	N.m.	49%	>100%	18%
Bruttomarginal	15,0%	22,8%	14,6%	17,9%	6,5%	10,5%	13,0%	12,5%
EBITDA-marginal	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,7%	7,8%	7,1%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,7%	7,8%	7,1%
EBIT-marginal	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,6%	7,6%	7,0%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,6%	7,6%	7,0%
Vinst-marginal, justerad	2,5%	45,5%	6,5%	8,0%	Neg.	Neg.	6,6%	5,6%

Källa: Eolus Vind, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	27%	16%	21%	Neg.	Neg.	20%	20%
ROCE, justerad	Neg.	23%	10%	22%	Neg.	7%	19%	21%
ROIC, justerad	Neg.	47%	49%	68%	Neg.	13%	42%	45%

Källa: Eolus Vind, 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	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	40%	22%	-1%	28%	32%	28%	21%	18%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,2x	1,8x	1,8x	1,8x	1,7x	2,3x	2,7x

Källa: Eolus Vind, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-607	-724	-886
Soliditet	73%	43%	43%	57%	67%	63%	61%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,5x	-0,9x	-0,3x	-0,3x	-0,5x	-0,5x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,9x	-6,5x	-1,1x	22,3x	-5,9x	-2,1x	-2,1x

Källa: Eolus Vind, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,49	11,5	13,5
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,49	11,5	13,5
FCF per aktie	3,38	9,65	18,8	-20,1	-4,03	6,55	6,45	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	53,7	63,4	75,0
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: Eolus Vind, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	19,9x	4,8x	14,8x	19,2x	Neg.	Neg.	10,1x	8,6x
P/EK	0,8x	1,2x	2,2x	3,7x	3,5x	2,2x	1,8x	1,6x
P/FCF	6,4x	4,0x	4,2x	Neg.	Neg.	17,7x	18,0x	13,7x
FCF-yield	16%	25%	24%	Neg.	Neg.	6%	6%	7%
Direktavkastning	6,9%	3,9%	1,9%	1,3%	0,9%	1,5%	1,7%	1,9%
Utdelningsandel, justerad	>100%	18,8%	28,1%	25,1%	-155,3%	-353,8%	17,4%	16,6%
EV/Sales	0,3x	0,4x	0,6x	1,4x	1,5x	0,8x	0,5x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	5,6x	2,4x	9,4x	12,2x	Neg.	22,4x	6,4x	4,7x
EV/EBIT, justerad	8,7x	2,6x	9,8x	12,6x	Neg.	23,4x	6,5x	4,8x
EV	370	537	1 160	3 516	3 926	2 290	2 173	2 011
Aktiekurs	21,6	38,4	78,7	153	175	116	116	116

Källa: Eolus Vind, EPB

Disclosure

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 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 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