



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förnyelsebar energi | Sverige | 04 maj 2023

Arise

Förvärv i Finland bygger projektportföljen och Production når nya rekordnivåer

Stark Q1'23 med stort bidrag från Production

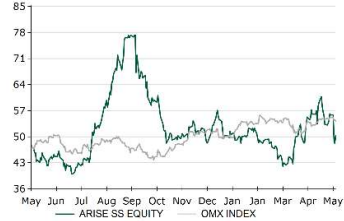
Arise rapporterade ett starkt Q1'23. Omsättningen ökade med 22% till 107 mkr och EBIT med 25% till 61 mkr. Projektportföljen ökade till 4 600 MW från 3 100 MW, med 51% av det annonserade, men inte än tillträdna och betalda förvärvet av Pohjan Voimas projektportfölj i Finland, inräknat. Underliggande ökade projektportföljen till 3 700 MW. Den finansiella ställningen är fortsatt stark, med en nettokassa på 241 mkr vid utgången av kvartalet.

Production är numera stabilt lönsamt med ökad produktion i närtid

För att förstå värdet i Arise-aktien måste man se Production i ett längre perspektiv (se diagram på sid 3). Under många år uppvisade affärsområdet en svag lönsamhet, med en EBIT på 5 mkr per kvartal i snitt 2017-2019, och en helårsförlust på 28 mkr under det svaga 2020. Sedan 2021 har EBIT stadigt förbättrats, och ligger nu på 108 mkr på rullande 12 månader. Kassaflödet är ca 60 mkr bättre på grund av i princip obefintliga investeringsbehov i närtid. Framöver kommer EBIT förbättras ytterligare då den helägda parken Lebo tillkommer, planerat till Q1'24, samt minoritetsandelen (9%) från Kolvallen, vilka bidrar med produktionsintäkter.

Justerade estimat, motiverat värde intakt

Vi justerar våra estimat för 2023e då vi har flyttat fram vissa projektstarter. Det är tämligen uppenbart att den nuvarande situationen med långa tillståndsprocesser, i kombination med stramare finansieringsvillkor, sinkar utbyggnaden av energiprojekt. Vi behåller vårt motiverade värde då värdeskapande från det finska förvärvet, Finland är en marknad med goda förutsättningar för utbyggd energiproduktion, kompenserar för lägre prognoser. Både projektportföljen och den egna produktionen betingar stora värden ur ett industriellt perspektiv. Som exempel kan nämnas bolagets egen värdering av den egna produktionen, som uppgår till ca 1,9 mdkr eller strax under hela bolagets marknadsvärde.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	66 - 68 kr												
Totala intäkter	-6,7%	-3,9%	0,3%	Totala intäkter	1 169	471	839	763	Aktiekurs	50,1 kr												
EBIT, just.	-9,2%	-5,6%	1,6%	Tillväxt	>100%	-60%	78%	-9%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-2,9%	-5,6%	1,6%	EBITDA, just.	850	309	632	490	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	789	245	568	426														
Q2 - rapport	18 juli 2023			EPS, just.	17,3	5,5	12,1	9,1														
Q3 - rapport	15 november 2023			EPS-tillväxt, just.	>100%	-68%	>100%	-25%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	36,2	40,7	51,7	59,5														
Antal aktier	45m			Utdelning per aktie	1,0	1,1	1,2	1,4	<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		✓																				
Börsvärde	2 238			EBIT-marginal	67,8%	52,0%	67,8%	55,8%														
Nettoskuld	-241			ROE, just.	67,4%	14,3%	26,2%	16,3%														
EV	1 997			ROCE, just.	40,7%	9,0%	18,5%	12,2%														
Free float	55%			EV/Sales	1,7x	4,2x	2,4x	2,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	84k			EV/EBITDA	2,4x	6,5x	3,2x	4,1x														
Bloomberg Ticker	ARISE SS EQUITY			EV/EBIT	2,6x	8,1x	3,5x	4,7x														
Analytiker				P/E, just.	2,9x	9,1x	4,1x	5,5x														
Örjan Rödén				P/EK	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x														
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	2,0%	2,2%	2,4%	2,7%														
				FCF yield	32%	-	20%	20%														
				Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	-0,4x	-0,9x	-1,9x														



Investment case

Förnyelsebar energi har blivit konkurrenskraftig ekonomiskt och möjliggör snabb utbyggnad av kapacitet: Förnybar energi har de senaste åren gått från att enbart vara en bra investering för miljön, till att även bli en bra investering ekonomiskt. Idag är sol- och vindenergi ett av de billigaste produktionsalternativen för el, och de flesta bedömare räknar med att energislagen, relativt andra energislag, kommer vara ännu billigare år 2050. Sol- och vindenergi är dessutom de enda kraftslagen som i närtid kan addera produktionskapacitet till rimliga kostnader.

Den gröna omställningen gynnar Arise: Världen står inför en total energiomställning till ett koldioxidfritt samhälle. 2020 var historiskt då både USA, Kina och Europa nu har väldigt ambitiösa och omfattande klimatmål. För att minska utsläppen behövs koldioxidfria energikällor likt sol- och vindkraft. Vi bedömer att Arise kommer att kunna kapitalisera på omställningen som bör pågå i många decennier framöver.

Stark pipeline närmaste åren och ökad stabilitet från egen produktion: Arises projektpipeline i sen utvecklingsfas fram till år 2024/25 består av ca 600 MW, inklusive den justerade andelen av den nyligen förvärvade finska portföljen i Pohjan Voima. Givet att projekten inbringar intäkter i linje med historiken (1–2 mkr i resultatbidrag per MW), utöver resultatbidraget från byggnationen av Kōlvallen, kommer bolaget att uppvisa en stark tillväxt och god lönsamhet. I kombination med den egna vindkraftsproduktionen, som givet dagens elpriser ger ett stabilt och starkt underliggande resultat, ser vi en betydligt bättre stabilitet och lönsamhet jämfört med historien.

Kommer ta en större del av värdekedjan: Arise har förbättrat sin balansräkning under senare år och den trenden kommer sannolikt att fortsätta. Vi förväntar oss goda kassaflöden från realiseringen av projektportföljen och den egna produktionen. Vi bedömer att Arise kommer att utnyttja det ökade finansiella utrymmet till att ta en större del av värdekedjan. Istället för att som idag leverera projekt med beteckningen "RTB" (Ready-to-Build) kommer bolaget mer gå mot att leverera nyckelfärdiga projekt, och därmed stå för hela byggprojekteringen. Detta minskar risken för kunden, vilket bör leda till högre projektmarginer.

Bolagsprofil

Arise är en kombinerad projektutvecklare och kraftproducent. Bolaget är verksamt i Sverige, UK och Polen, och fokuserar på vindenergi, solenergi och batterilagring. Den egna produktionen är förlagd till elområde SE4, där elpriserna förväntas bli fortsatt höga under den närmaste tiden.

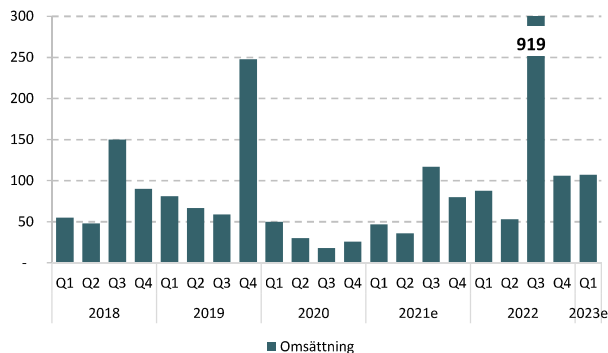
Värdering

Vi har värderat aktien via en DCF-modell med 10 % WACC vilket ger ett värde om 67 kr per aktie. Vi är inne i en exceptionell period på energimarknaden med elpriser som sannolikt inte är uthålliga. Dessutom är tillståndprocesserna för vindkraft i Sverige tyvärr ett hinder mot långsiktig utveckling. Vi extrapolerar därför inte dagens starka intjäning fullt ut för att ta höjd för dessa osäkerheter. Vi bedömer risken som låg givet stabilitet i egen vindproduktion, en bred projektportfölj och en bra balansräkning.

Kvartalet i korthet

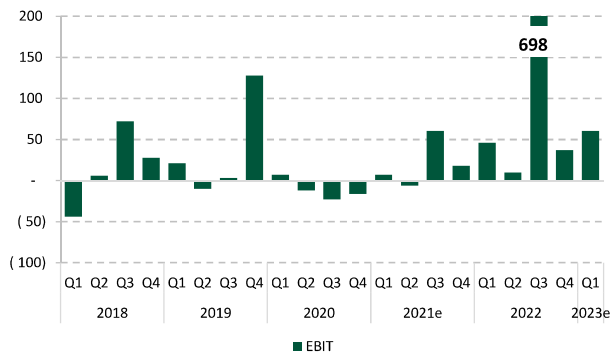
Arise rapporterade ett starkt Q1'23. Omsättningen ökade med 22% till 107 mkr och EBIT med 25% till 61 mkr.

Diagram 1: Omsättning, kvartal



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: EBIT, kvartal

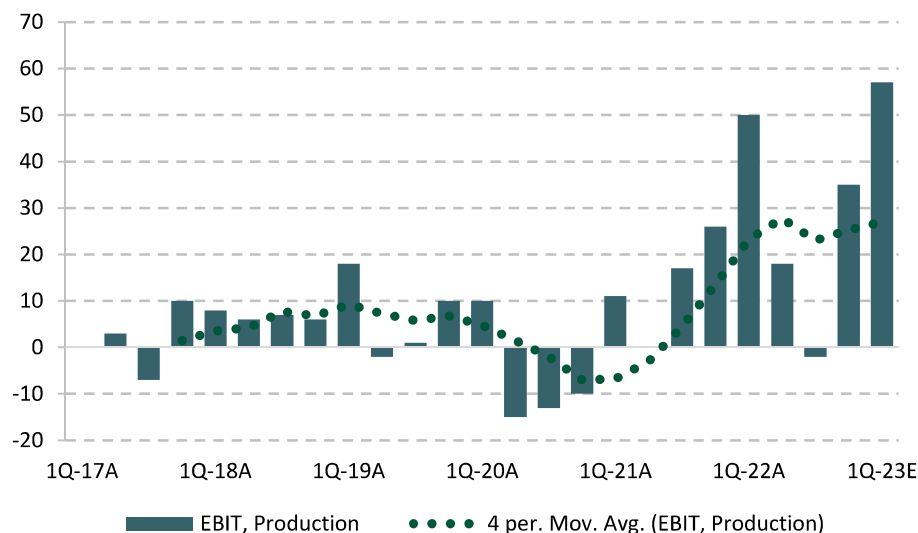


Källa: Bolaget, EPB

Projektportföljen ökade till 4 600 MW från 3 100 MW, med 51% av det annonserade, men inte än tillträdde och betalda förvärvet av Pohjan Voimas projektportfölj i Finland, inräknat. Underliggande ökade projektportföljen till 3 700 MW. Den finansiella ställningen är fortsatt stark med en nettokassa på 241 mkr vid utgången av kvartalet.

För att förstå värdet i Arise-aktien måste man se Production i ett längre perspektiv:

Diagram 3: Production, EBIT



Källa: Bolaget, EPB

Under många år präglades affärsområdet av svag lönsamhet, med en EBIT på 5 mkr i snitt 2017-2019, och med en helårsförlust på 28 mkr under det svaga 2020. Sedan 2021 har EBIT stadigt förbättrats och ligger nu på 108 mkr på rullande 12 månader (27 mkr per kvartal i genomsnitt). Kassaflödet är ca 60 mkr bättre på grund av i princip obefintliga investeringsbehov i närtid. Framöver kommer EBIT förbättras ytterligare, då den helägda vindparken Lebo tillkommer, planerat till Q1'24, samt minoritetsandelen (9%) från Kölwallen, som sannolikt kommer att börja producera under 2025.

Den egna produktionen är idag kraftigt rabatterad av aktiemarknaden. Bolagets egna beräkningar tyder på ett värde på ca 1,9 mkr eller något under hela bolagets marknadsvärde. Den starka resultattrenden, med 108 mkr i rullande 12-månaders EBIT, indikerar att det finns väl underbyggda underliggande värden. Detta värde bör öka ytterligare när mervärdet från Lebo och Kölwallen bidrar inom en snar framtid.

Prognoser och värdering

Vi justerar våra estimat för 2023e då vi har flyttat fram vissa projektstarter. Det är tämligen uppenbart att den nuvarande situationen med långa tillståndprocesser i kombination med stramare finansieringsvillkor sinkar utbyggnaden av energiprojekt.

Prognosförändringar			
	23e	24e	25e
Totala intäkter	-6,7%	-3,9%	0,3%
EBIT, just.	-9,2%	-5,6%	1,6%
EPS, just.	-2,9%	-5,6%	1,6%

Källa: EPB

Vi behåller vårt motiverade värde på 66-68 kr då värdeskapande från det finska förvärvet, Finland är en marknad med goda förutsättningar för utbyggd energiproduktion, kompenserar för något lägre prognoser.

Vi värderar aktien med en DCF-modell med följande antaganden och känslighetsanalys, vilket ger ett värde på 67 kr.

DCF, antaganden

WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	40,0%
Småbolagspremie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	0,0%
		Skattesats	10,0%

Källa: EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	9,0%	71	73	75	78	81
	9,5%	67	69	71	73	75
	10,0%	64	65	67	68	71
	10,5%	60	62	63	65	66
	11,0%	58	59	60	61	63

Källa: EPB

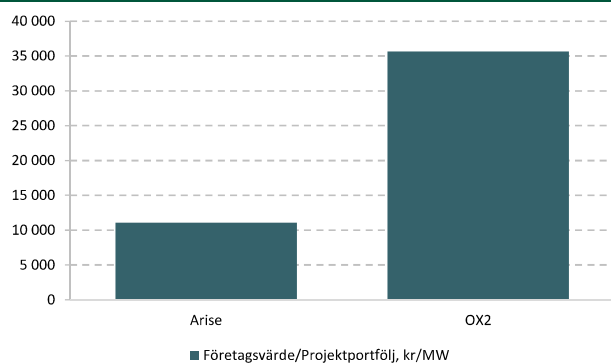
DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig EBIT-marginal				
		35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
WACC	9,0%	70	73	75	78	80
	9,5%	66	68	71	73	75
	10,0%	62	64	67	69	71
	10,5%	59	61	63	65	67
	11,0%	56	58	60	62	64

Källa: EPB

Marknadens värdering av projektportföljen i Arise framstår som låg jämfört med OX2. I diagrammet nedan har vi backat ur värdet av den egna produktionen för Arise med en försiktig bedömning, baserat på nuvarande EBIT på rullande 12 månader diskonterat med ett reallt avkastningskrav på 7,5%, vilket sannolikt är en underskattning av verkligt värde. Trots detta framstår värderingen av projektportföljen som låg, relativt OX2.

Värdering projektportfölj efter Q1'23



Källa: Bolagen, EPB

Arise har på senare tid med flera affärer påvisat en stor vilja att öka projektportföljen, vilket allt annat lika stärker bolagets tillväxtprofil och visar på en framåtlutad inställning. Detta bör på sikt minska värderingsgapet mot OX2, enligt vår åsikt.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	257	343	454	130	341	1 164	471	839	763
Övriga rörelseintäkter	5	0	1	0	2	5	0	0	0
Totala intäkter	262	343	455	130	343	1 169	471	839	763
Bruttoresultat	262	343	455	130	343	1 169	471	839	763
Övriga rörelsekostnader	-138	-152	-235	-97	-200	-319	-162	-207	-273
EBITDA	124	191	220	33	143	850	309	632	490
EBITDA, justerad	124	191	220	33	143	850	309	632	490
Avskrivningar	-230	-72	-76	-70	-64	-61	-64	-64	-64
EBITA, justerad	-106	118	144	-37	79	789	245	568	426
EBIT	-106	118	144	-37	79	789	245	568	426
EBIT, justerad	-106	118	144	-37	79	789	245	568	426
Finansnetto	-73	-90	-375	-71	-21	-17	0	0	0
Resultat före skatt	-179	28	-231	-108	58	772	245	568	426
Resultat före skatt, justerad	-179	28	-231	-108	58	772	245	568	426
Total skatt	-1	-7	-2	0	-1	0	0	-28	-21
Nettoresultat	-180	21	-233	-108	57	772	245	540	404
Nettoresultat, justerad	-180	21	-233	-108	57	772	245	540	404
Intäktstillväxt	-	31%	33%	-71%	>100%	>100%	-60%	78%	-9%
Bruttomarginal	>100%	100,0%	>100%	100,0%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	52,0%	67,8%	55,8%
EPS, justerad	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	5,49	12,1	9,05
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	-68%	>100%	-25%

Källa: Arise, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-106	118	144	-37	79	789	245	568	426
Övriga kassaflödesposter	157	-23	250	-1	39	139	64	36	43
Förändringar i rörelsekapital	-23	-70	129	38	-68	-41	23	-73	66
Kassaflöde från den operationella verksamheten	28	25	523	0	50	887	332	531	534
Investeringar i anläggningstillgångar	-60	-33	-66	-34	-124	-176	-365	-75	-80
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-60	-33	-66	-34	-124	-176	-365	-75	-80
Fritt kassaflöde	-32	-8	457	-34	-74	711	-34	456	454
Förvärv och avyttringar	38	27	79	0	94	1	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	2	0	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-154	-104	47	-236	-18	507	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-45	-49	-54
Övriga poster	0	0	-5	-5	-18	-43	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-116	-77	123	-241	58	465	-45	-49	-54
Kassaflöde	-148	-85	580	-275	-16	1 176	-78	407	400
Nettoskuld	983	1 041	570	541	505	-211	-133	-540	-940

Källa: Arise, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	25	25	25	25	25
Materiella anläggningstillgångar	1 878	1 812	1 322	1 276	1 223	1 218	1 519	1 530	1 546
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	50	190	190	190	190
Summa anläggningstillgångar	1 878	1 812	1 322	1 276	1 298	1 433	1 734	1 745	1 761
Varulager	4	8	8	1	1	0	0	0	0
Kundfordringar	0	0	0	2	3	7	247	503	400
Övriga omsättningstillgångar	97	187	100	53	139	256	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	146	61	365	86	70	1 220	1 142	1 549	1 949
Summa omsättningstillgångar	247	256	473	142	213	1 483	1 389	2 052	2 349
SUMMA TILLGÅNGAR	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 916	3 123	3 798	4 110
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	843	824	698	703	676	1 616	1 816	2 307	2 658
Summa eget kapital	843	824	698	703	676	1 616	1 816	2 307	2 658
Långfristiga räntebärande skulder	1 079	922	932	609	370	925	925	925	925
Långfristiga leasingsskulder	0	0	0	0	55	55	55	55	55
Övriga långfristiga skulder	0	46	46	47	49	62	62	62	62
Summa långfristiga skulder	1 079	968	978	656	474	1 042	1 042	1 042	1 042
Kortfristiga räntebärande skulder	50	180	3	18	146	27	27	27	27
Leverantörsskulder	153	96	116	26	23	49	0	0	0
Kortfristiga leasingsskulder	0	0	0	0	4	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	15	188	180	236	419	381
Summa kortfristiga skulder	203	276	119	59	361	258	265	448	410
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 916	3 123	3 798	4 110

Källa: Arise, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	31%	33%	-71%	>100%	>100%	-60%	78%	-9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	53%	15%	-85%	>100%	>100%	-64%	>100%	-23%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	N.m.	N.m.	>100%	-69%	>100%	-25%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	-68%	>100%	-25%
Bruttomarginal	>100%	100,0%	>100%	100,0%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	48,3%	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	65,6%	75,4%	64,2%
EBITDA-marginal, justerad	48,3%	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	65,6%	75,4%	64,2%
EBIT-marginal	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	52,0%	67,8%	55,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	52,0%	67,8%	55,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	6,2%	Neg.	Neg.	16,6%	66,3%	52,0%	64,4%	53,0%

Källa: Arise, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	3%	Neg.	Neg.	8%	67%	14%	26%	16%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	Neg.	6%	41%	9%	19%	12%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	Neg.	6%	61%	16%	33%	24%

Källa: Arise, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	2%	2%	1%	0%	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	2%	1%	1%	52%	60%	52%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	51%	61%	>100%	81%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	29%	-2%	12%	-20%	3%	2%	10%	2%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,2x	0,3x	0,1x	0,3x	0,4x	0,2x	0,3x	0,2x

Källa: Arise, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	983	1 041	570	541	505	-211	-133	-540	-940
Soliditet	40%	40%	39%	50%	45%	55%	58%	61%	65%
Nettoskulsättningsgrad	1,2x	1,3x	0,8x	0,8x	0,7x	-0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	7,9x	5,5x	2,6x	16,4x	3,5x	-0,2x	-0,4x	-0,9x	-1,9x

Källa: Arise, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	5,49	12,1	9,05
EPS, justerad	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	5,49	12,1	9,05
FCF per aktie	-0,95	-0,23	13,6	-0,98	-1,93	15,9	-0,75	10,2	10,2
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,10	1,20	1,35
Eget kapital per aktie	25,3	24,7	20,8	20,3	17,5	36,2	40,7	51,7	59,5
Antal aktier vid årets slut, m	33,4	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	44,7	44,7	44,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	33,4	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	44,7	44,7	44,7

Källa: Arise, EPB

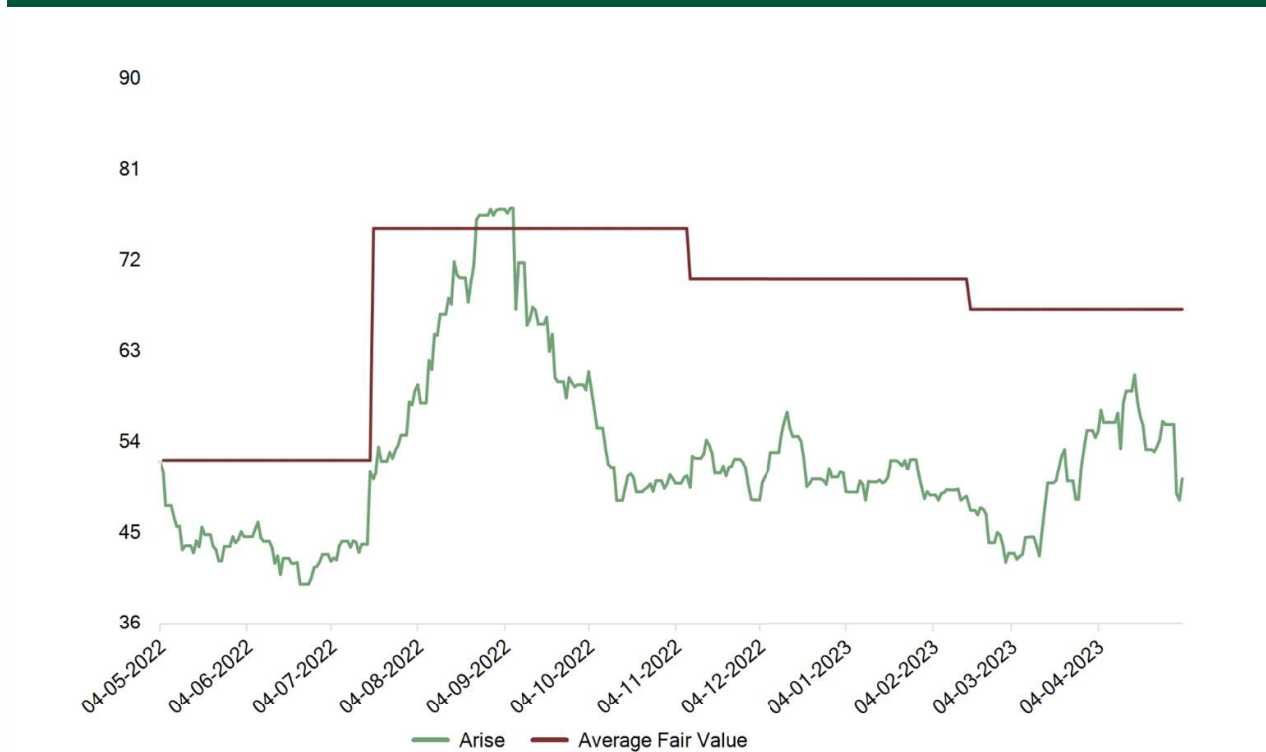
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	26,8x	Neg.	Neg.	31,1x	2,9x	9,1x	4,1x	5,5x
P/EK	0,5x	0,7x	1,4x	2,0x	2,6x	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	2,2x	Neg.	Neg.	3,2x	Neg.	4,9x	4,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	45%	Neg.	Neg.	32%	Neg.	20%	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,2%	2,4%	2,7%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	20,1%	9,9%	14,9%
EV/Sales	5,4x	4,7x	4,1x	14,9x	6,6x	1,7x	4,2x	2,4x	2,6x
EV/EBITDA, justerad	11,3x	8,4x	8,4x	58,9x	15,9x	2,4x	6,5x	3,2x	4,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	13,6x	12,9x	Neg.	28,8x	2,6x	8,1x	3,5x	4,7x
EV	1 410	1 608	1 853	1 943	2 268	2 036	1 997	1 997	1 997
Aktiekurs	13,0	17,0	30,1	40,5	45,7	50,3	50,1	50,1	50,1

Källa: Arise, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Arise (ARISE SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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