


Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	130 - 135 kr												
Totala intäkter	7,8%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	2 393	903	1 006	1 236	Aktiekurs	82,6 kr												
EBIT, just.	-7,3%	-9,3%	-11,0%	Tillväxt	-10%	-62%	11%	23%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-7,5%	-9,5%	-11,1%	EBITDA, just.	91	172	302	309	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	77	164	294	301														
Q2 - rapport	25 augusti 2023			EPS, just.	-0,3	5,4	9,9	10,1														
Q3 - rapport	17 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	82%	3%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	41,9	45,6	53,4	61,3														
Antal aktier	25m			Utdelning per aktie	1,5	1,8	2,0	2,3														
Börsvärde	2 057			EBIT-marginal	3,3%	18,1%	29,2%	24,4%														
Nettoskuld	-55			ROE, just.	Neg.	12,4%	19,9%	17,6%														
EV	2 063			ROCE, just.	7,6%	12,0%	19,4%	17,6%														
Free float	84%			EV/Sales	1,0x	2,3x	2,1x	1,7x	<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		✓																				
Daglig handelsvolym, snitt	41k			EV/EBITDA	26,7x	12,0x	6,8x	6,7x														
Bloomberg Ticker	EOLUB SS EQUITY			EV/EBIT	31,6x	12,6x	7,0x	6,9x														
Analytiker				P/E, just.	-	15,3x	8,4x	8,2x														
Örjan Rödén				P/EK	2,5x	1,8x	1,5x	1,3x														
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	1,4%	2,1%	2,4%	2,7%														
				FCF yield	-	11%	19%	7%														
				Nettoskuld/EBITDA	-2,8x	-2,6x	-2,6x	-2,9x														

Investment case

Eolus har en stor projektportfölj på 24 GW med en bred geografisk exponering mot ett flertal marknader. Även om framtiden ser mörk ut i Norge, och besvärlig i Sverige, så har andra marknader som Finland, Polen och USA en betydligt bättre potential för projektutveckling. Aktien framstår som billig ur ett absolut perspektiv, men även relativt OX2 på nyckeltalet företagsvärde/projektportfölj.

Eolus förändrar sin affärsmodell för att alltmer fokusera på RTB, "Ready -to-Build" och alltmer lämna TK, "Turnkey"-metoden. Även om bolaget därigenom går miste om en del av marginalen på projekten, bedömer vi att den kortsiktiga volatiliteten i resultatet, framför allt mellan kvartal som aktiemarknaden har haft svårt att hantera, kommer att minska framöver. Allt annat lika, bör detta leda till en lägre riskpremie ur marknadens perspektiv, och därmed till en uppvärdering av aktien.

Eolus är en investering i en stark ESG profil och är väl exponerat mot att kapitalisera på en grön omställning och bidrar till att normalisera de höga elpriser vi ser för närvarande. Bolaget arbetar med hållbarhet genom hela värdekedjan och har senaste året tillfört ytterligare hållbarhetskompetens.

Bolagsprofil

Eolus bedriver projektering, etablering och drift inom förnyelsebar energi. Historiskt har bolaget varit fokuserat på vindkraft i Skandinavien, men har nu utökat fokus och kommer även att satsa på solenergi och energilagring samt på marknader utanför Skandinavien. Eolus har ett antal vindparker under etablering, där Stor-Skälsjön i Sverige om 260 MW är den mest betydelsefulla.

Värdering

Vi värderar Eolus enligt en DCF kalkyl med en WACC på 10% och en långsiktig tillväxt på 2% samt en rörelsemarginal på 25%. Detta ger ett värde på 132 kr. Rörelsemarginalen framstår som hög, men är en reflektion av bolagets fokus på RTB, som innebär låga kostnader relativt försäljningen.

Kvartalet i korthet

Eolus rapporterade en EBIT på -12 mkr, klart bättre y/y, då resultatet tyngdes av projektrelaterade kostnader för Öyefjellet.

Q1'23 i sammanfattning

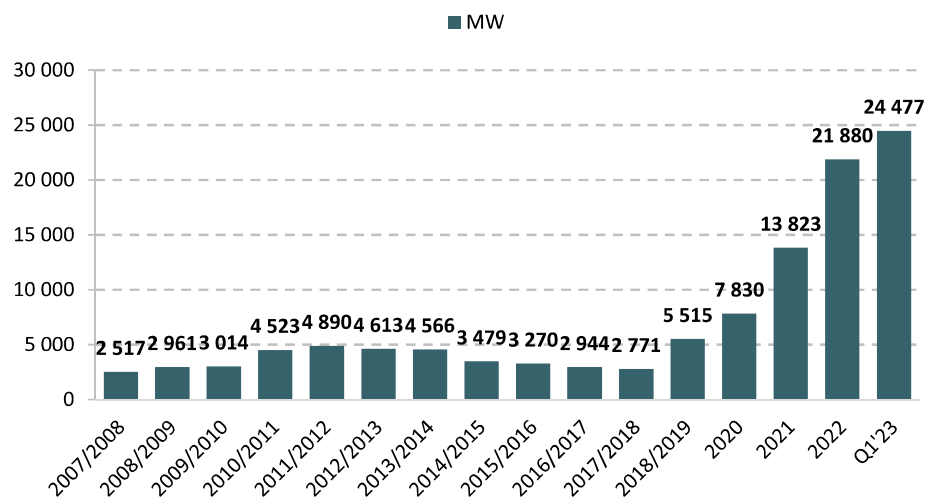
	Q1'23	Q1'22	Diff.	Diff %
Nettomsättning	277	432	-155	-36%
Övriga rörelseintäkter	27	9	18	200%
KSV	-227	-546	319	-58%
Övriga externa kostnader	-38	-24	-14	58%
Personalkostnader	-28	-19	-9	47%
Avskrivningar	-2	-1	-1	100%
Övriga rörelsekostnader	-21	-9	-12	133%
EBIT	-12	-158	146	N.m.

Källa: Eolus, EPB

Detta projekt är nu i princip slutlevererat och skall därmed inte tynga resultatet framöver, enligt bolaget. Q1 är traditionellt ett säsongmässigt svagt kvartal, och förutom den sista projektintäkten från Öyefjellet på 228 mkr, var försäljningsintäkterna från projekt marginell i kvartalet. Kostnader har ökat, då bolaget växer, och därmed behöver mer resurser i form av personal och övriga kostnader. Tillväxten sker i projektportföljen, med långa ledtider mellan projekt och försäljning, vilket leder till en ofördelaktig kostnads- och intäktsmix i det korta perspektivet. Samtidigt anser vi att det är rätt strategi att låta bolaget växa när efterfrågan på förnyelsebar energi är stark, och det högre ränteläget gör att vissa kapitalsvaga aktörer har svårt att bygga en affär för närvarande.

Projektportföljen, den stora drivaren av framtida intäkter, ökade med 2 597 MW till ca 24,5 GW, där havsbaserad vindkraft stod för den största ökningen, 2 000 MW. Eolus har nu uppvisat en imponerande tillväxt i projektportföljen under senare tid, vilket skapar en bra plattform för framtida intäkter. Med det sagt, så är ledtiderna långa kring förnyelsebara anläggningar, och det kommer ta tid att realisera de värden som projektportföljen utgör i form av intäkter och resultat.

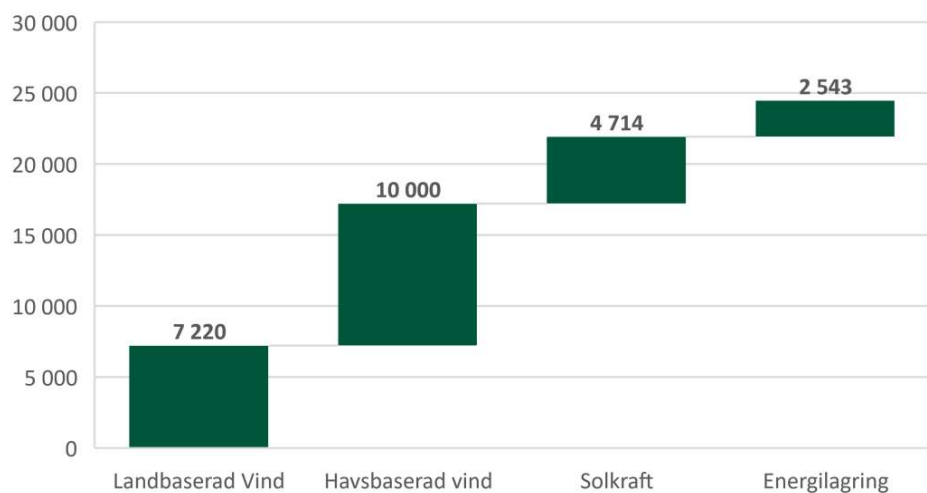
Eolus projektportfölj



Källa: Eolus, EPB

Spridningen mellan geografier och produktionssätt börjar nu bli väsentlig.

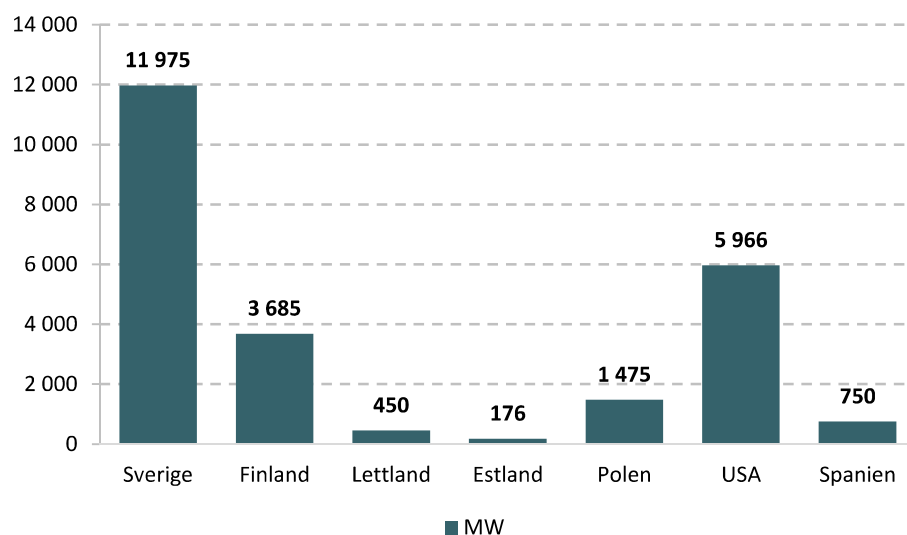
Eolus projektportfölj per energislag



Källa: Eolus, EPB

Värt att notera är att havsbaserad vind, som av många anses ha de bästa förutsättningarna inom förnyelsebar energi, numera utgör majoriteten av projektportföljen.

Eolus projektportfölj per geografisk marknad



Källa: Eolus, EPB

Spanien har tillkommit som ny marknad, vilket innebär ytterligare geografisk spridning. Därmed minskar risken för att enskilda länders politiska beslut skall påverka i alltför hög utsträckning.

Prognoser och värdering

Vi sänker våra prognoser då vi ser en högre kostnadsbild jämfört med tidigare. Eftersom tillväxten sker i portföljen och inte i försäljningen, bidrar inte ökade kostnader till ökat resultat i det korta perspektivet, men bibehåller värdet på bolaget.

Prognosjusteringar

	23e	24e	25e
Totala intäkter	7,8%	0,0%	0,0%
EBIT, just.	-7,3%	-9,3%	-11,0%
EPS, just.	-7,5%	-9,5%	-11,1%

Källa: EPB

DCF inklusive känslighetsanalys

Sensitivity analysis

		Long-term EBIT margin				
		20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
WACC	9,0%	124	137	150	163	177
	9,5%	116	128	140	153	165
	10,0%	109	120	132	143	154
	10,5%	103	114	124	135	145
	11,0%	98	108	118	127	137

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2.0%
Long term EBIT margin	25.0%
Depreciation (% of sales)	0.5%
Capex (% of sales)	0.5%
Working cap. (% of sales)	35.0%
Tax rate	20%

Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 066	1 366	2 032	2 469	2 614	2 356	903	1 006	1 236
Övriga rörelseintäkter	17	23	59	122	42	37	0	0	0
Totala intäkter	1 083	1 389	2 091	2 591	2 656	2 393	903	1 006	1 236
Kostnad sålda varor	-923	-1 077	-1 793	-2 109	-2 485	-2 047	-470	-453	-618
Bruttoresultat	160	311	297	482	171	346	433	553	618
Administrationskostnader	-54	-52	-58	-83	-93	-137	-126	-101	-124
Övriga rörelsekostnader	-40	-38	-116	-111	-98	-118	-135	-151	-185
EBITDA	66	222	123	288	-20	91	172	302	309
EBITDA, justerad	66	222	123	288	-20	91	172	302	309
Avskrivningar	-23	-15	-5	-8	-5	-14	-8	-8	-8
EBITA, justerad	43	207	118	280	-25	77	164	294	301
EBIT	43	207	118	280	-25	77	164	294	301
EBIT, justerad	43	207	118	280	-25	77	164	294	301
Finansnetto	-6	-4	-2	-98	-15	30	-5	-5	-5
Resultat före skatt	37	204	116	183	-40	107	159	289	296
Resultat före skatt, justerad	37	204	116	183	-40	107	159	289	296
Total skatt	-10	-5	17	16	16	8	-24	-43	-44
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-122	0	0	-
Nettoresultat	27	199	133	199	-24	-7	135	245	252
Nettoresultat, justerad	27	199	133	199	-24	-7	135	245	252
Intäktstillväxt	-	28%	51%	24%	3%	-10%	-62%	11%	23%
Bruttomarginal	15,0%	22,8%	14,6%	19,5%	6,5%	14,7%	48,0%	55,0%	50,0%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,3%	18,1%	29,2%	24,4%
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,28	5,41	9,85	10,1
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-33%	49%	N.m.	N.m.	N.m.	82%	3%

Källa: Eolus, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	43	207	118	280	-25	77	164	294	301
Övriga kassaflödesposter	12	3	-39	-75	3	-127	-20	-36	-37
Förändringar i rörelsekapital	36	32	487	-689	-75	-142	92	132	-109
Kassaflöde från den operationella verksamheten	91	242	567	-484	-96	-192	236	390	155
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-1	-2	-16	-4	-5	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-96	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-7	-1	-98	-16	-4	-5	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	84	240	469	-500	-100	-197	235	388	152
Förvärv och avyttringar	-3	0	-1	21	1	-28	0	0	0
Förändring av skulder	-64	334	-66	110	-208	113	0	0	0
Utdelningar	-37	-37	-37	-37	-50	-37	-44	-50	-56
Övriga poster	0	0	0	0	290	77	0	0	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-104	297	-105	93	33	125	-44	-50	-56
Kassaflöde	-20	538	364	-406	-67	-72	191	338	96
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-258	-449	-787	-883

Källa: Eolus, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	0	96	54	25	11	4	4	4	4
Materiella anläggningstillgångar	139	81	57	30	26	43	37	31	25
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	15	16	73	73	73	73
Övriga anläggningstillgångar	9	0	0	41	6	41	41	41	41
Summa anläggningstillgångar	148	177	111	111	59	161	155	149	143
Varulager	345	575	472	429	843	772	632	503	618
Kundfordringar	26	53	25	16	71	95	23	25	31
Övriga omsättningstillgångar	181	350	346	561	287	323	72	80	99
Likvida medel och kortfristiga placeringar	202	740	1 103	691	625	568	759	1 097	1 193
Summa omsättningstillgångar	753	1 718	1 947	1 697	1 826	1 758	1 486	1 705	1 941
SUMMA TILLGÅNGAR	901	1 895	2 058	1 808	1 885	1 919	1 641	1 854	2 084
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	658	814	888	1 037	984	983	1 074	1 270	1 465
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	61	61	61	61
Summa eget kapital	660	816	890	1 036	1 264	1 044	1 135	1 331	1 526
Långfristiga räntebärande skulder	13	156	152	135	21	231	231	231	231
Övriga långfristiga skulder	86	86	7	93	83	77	78	83	87
Summa långfristiga skulder	99	242	160	228	104	308	309	314	318
Kortfristiga räntebärande skulder	21	165	151	251	165	79	79	79	79
Leverantörsskulder	28	279	229	169	186	274	63	70	87
Övriga kortfristiga skulder	93	393	628	124	166	214	54	60	74
Summa kortfristiga skulder	142	837	1 008	544	517	567	196	210	240
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	901	1 895	2 058	1 808	1 885	1 919	1 641	1 854	2 084

Källa: Eolus, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	28%	51%	24%	3%	-10%	-62%	11%	23%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-44%	>100%	N.m.	N.m.	89%	76%	2%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	-43%	>100%	N.m.	N.m.	>100%	80%	2%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-33%	49%	N.m.	N.m.	N.m.	82%	3%
Bruttomarginal	15,0%	22,8%	14,6%	19,5%	6,5%	14,7%	48,0%	55,0%	50,0%
EBITDA-marginal	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,9%	19,0%	30,0%	25,0%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,9%	19,0%	30,0%	25,0%
EBIT-marginal	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,3%	18,1%	29,2%	24,4%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,3%	18,1%	29,2%	24,4%
Vinst-marginal, justerad	2,5%	14,6%	6,5%	8,0%	Neg.	Neg.	14,9%	24,4%	20,4%

Källa: Eolus, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	27%	16%	21%	Neg.	Neg.	12%	20%	18%
ROCE, justerad	Neg.	23%	10%	22%	Neg.	8%	12%	19%	18%
ROIC, justerad	Neg.	47%	49%	68%	Neg.	10%	22%	48%	51%

Källa: Eolus, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	32%	41%	23%	17%	32%	32%	70%	50%	50%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	4%	1%	1%	3%	4%	3%	3%	3%
Leverantörsskulder / KSV	3%	26%	13%	8%	7%	13%	13%	16%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	14%	72%	51%	24%	19%	25%	27%	30%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	40%	22%	-1%	28%	32%	29%	68%	48%	48%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,2x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x	0,6x	0,6x	0,7x

Källa: Eolus, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-258	-449	-787	-883
Soliditet	73%	43%	43%	57%	67%	54%	69%	72%	73%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,5x	-0,9x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,4x	-0,6x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,9x	-6,5x	-1,1x	22,3x	-2,8x	-2,6x	-2,6x	-2,9x

Källa: Eolus, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,28	5,41	9,85	10,1
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,28	5,41	9,85	10,1
FCF per aktie	3,38	9,65	18,8	-20,1	-4,03	-7,91	9,42	15,6	6,11
Utdelning per aktie	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25
Eget kapital per aktie	26,5	32,8	35,7	41,6	50,7	41,9	45,6	53,4	61,3
Antal aktier vid årets slut, m	24,9	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	24,9

Källa: Eolus, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,2x	5,8x	20,6x	29,7x	Neg.	Neg.	15,3x	8,4x	8,2x
P/EK	1,1x	1,4x	3,1x	5,7x	2,4x	2,5x	1,8x	1,5x	1,3x
P/FCF	8,7x	4,8x	5,8x	Neg.	Neg.	Neg.	8,8x	5,3x	13,5x
FCF-yield	11%	21%	17%	Neg.	Neg.	Neg.	11%	19%	7%
Direktavkastning	5,1%	3,2%	1,4%	0,8%	1,2%	1,4%	2,1%	2,4%	2,7%
Utdelningsandel, justerad	>100%	18,8%	28,1%	25,1%	-155,3%	-533,7%	32,3%	20,3%	22,3%
EV/Sales	0,5x	0,5x	0,9x	2,2x	1,1x	1,0x	2,3x	2,1x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	8,6x	3,3x	15,7x	19,4x	Neg.	26,7x	12,0x	6,8x	6,7x
EV/EBIT, justerad	13,3x	3,5x	16,3x	20,0x	Neg.	31,6x	12,6x	7,0x	6,9x
EV	571	734	1 932	5 592	2 922	2 433	2 063	2 063	2 063
Aktiekurs	29,6	46,2	110	237	124	106	82,6	82,6	82,6

Källa: Eolus, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Eolus (EOLUB 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