This report was completed and disseminated 17 augusti 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Halvledare & Halvledarutrustning | Sverige | 16 augusti 2023

Midsummer

Imponerande tillväxt för solceller i väntan på högre produktionskapacitet

Bra försäljning, men högre kostnader från svag krona

Midsummer rapporterade en försäljning på 21,8 mkr (20,5 mkr) för Q2'23. Tillväxten för solcellstak var god, +31%, trots fortsatt kraftigt begränsad produktionskapacitet. Försäljningen är fortsatt volatil på grund av upparbetade bidrag för den italienska fabriken samt omställningen av affärsmodellen. Midsummer lämnar alltmer den egna installationsverksamheten för att fokusera på återförsäljare. Detta sänker på kort sikt marginalerna, men ökar tillväxtpotentialen samt ökar fokuseringen på kärnverksamheten, solcellstak. EBIT var relativt svagt, -65,3 mkr (-50,3 mkr), där en svag krona har ökat kostnaderna för inköp av material, som är en väsentlig kostnadskomponent i produktion för tunnfilmssolceller.

Stärkt kassaflöde och finansiell ställning efter utbetalt bidrag och nyemission

Under Q2'23 har kassaflödet stärkts betydligt. En första utbetalning av bidraget för uppbyggnaden av den italienska fabriken på 74,3 mkr påverkade positivt. En andra och sista betalning på ca 175 mkr förväntas under Q1'24. Under Q2'23 har bolaget även slutfört en nyemission som har gett ett nettobidrag på 155 mkr. Sammantaget ger det en kassaposition på 143,6 mkr vid utgången av Q2'23. Då den italienska fabriken även förväntas börja producera vid årsskiftet 23/24, anser vi att den finansiella ställningen ger en god grund för fortsatt expansion och därmed banar väg för en lönsam affär. En betydande nyhet inkom efter kvartalets utgång. Midsummer är utvalt för att få ett EU-bidrag på 375 mkr för uppbyggnad av en ny megafabrik i Sverige, vilket påvisar potentialen i bolagets produkter.

Rapport åt det svagare hållet – lägre prognoser i närtid, men högre i 2024e-2025e och nytt avkastningskrav

Högre kostnader föranleder lägre prognoser i närtid. Samtidigt kommer den nya produktionen i Italien att ge inflöde av utländsk valuta som ger en positiv effekt, givet dagens valutakurser. Vi höjer vårt avkastningskrav från 18% till 25% givet utmaningar i närtid. Sammantaget ger det ett oförändrat motiverat värde på 5,6-6,0 kr.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	23,2%	7,1%	7,2%
EBIT, just.	-19,0%	27,5%	>100%
EPS, just.	-13,2%	26,8%	>100%

Kommande händelser

Q3 - rapport	01 november 2023
Q4 - rapport	12 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	118m
Börsvärde	241
Nettoskuld	85
EV	327
Free float	79%
Daglig handelsvolym, snitt	238k
Bloomberg Ticker	MIDS SS EQUITY

Analytiker

Örjan Rödén
orjan.roden@penser.se

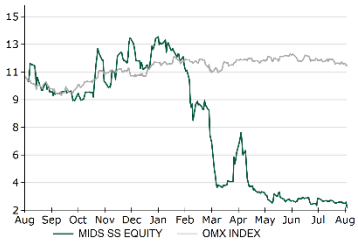
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	79	106	403	572
Tillväxt	-42%	34%	>100%	42%
EBITDA, just.	-155	-177	-38	56
EBIT, just.	-190	-215	-78	16
EPS, just.	-2,7	-1,8	-0,6	0,1
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	2,6	1,6	1,9	2,0
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	24,9%	3,0%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	4,5%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	3,2%
EV/Sales	13,0x	3,1x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	-	-	-	6,8x
EV/EBIT	-	-	-	23,6x
P/E, just.	-	-	-	22,8x
P/EK	4,5x	1,3x	1,1x	1,0x
FCF yield	-	-	15%	3%
Nettoskuld/EBITDA	-4,1x	-1,4x	1,5x	3,4x

Värde och risk

Motiverat värde	5,6 - 6,0 SEK
Aktiekurs	2,0 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Vi bedömer att efterfrågan på förnyelsebar energi kommer att vara fortsatt stark på grund av höga gas och elpriser i Europa. Solkraft, till skillnad från vind och andra förnyelsebara energislag, är småskaligt, vilket innebär relativt korta ledtider då tillståndsprocessen är enklare och energin produceras i anslutning till konsumtionen, vilket eliminerar behovet av stora investeringar i elnät. En solenergianläggning höjer dessutom värdet på en fastighet, vilket tillsammans med den kostnadssänkande effekten från ersättning av gas eller el leder till ett starkt incitament för fastighetsägare att investera i en solanläggning. Även om den svenska marknaden är en viktig drivare av efterfrågan, ser vi störst potential på den europeiska marknaden då solenergi i Sverige bara producerar dagtid och på den tid på året då efterfrågan på elenergi är som lägst.

Midsummer producerar en speciell form av solceller med varumärken som ”Slim”- eller ”Wave” som är lätta konstruktioner vilka antingen smälter in på befintligt tegeltak eller ersätter ett traditionellt falsat plåttak. ”Bold” är ytterligare en efterfrågad produkt på marknaden. Den lätta konstruktionen möjliggör installationer på veka takkonstruktioner som inte kan bära lasten av en traditionell solcellsanläggning. ”Wave” smälter in på befintliga tegeltak på ett helt annat sätt än traditionella solpaneler i ramar, och tilltalar många kunder som inte uppskattar den synliga förändringen som en traditionell solcellsanläggning orsakar. Produkten säljs till ett klart premiumpris jämfört med traditionella anläggningar, även om pris till kund inte skiljer sig lika mycket på grund av enklare installation.

Midsummers teknik bygger på tunnfilmsteknik, en halvledare applicerad på ett stålsubstrat, och skiljer sig väsentligt från traditionella solpaneler vad gäller produktion och transport. Detta leder till en marknadsledande position vad gäller koldioxidavtryck, och lägre avtryck än vind- och vattenkraft. Vi bedömer att tunnfilmsteknik kommer att utvecklas starkt relativt traditionella paneler, då den traditionella panelen har tappat sina stora konkurrensfördelar; en fullt globaliserad värld med stort beroende av export från Kina och låga priser på fossil energi, som är den viktigaste produktionsfaktorn för traditionella paneler.

Midsummer bygger en helt ny fabrik i Italien, som helt finansieras med bidrag och mjuka lån. Därigenom öppnas den sydeuropeiska marknaden upp för Midsummer. Förutsättningar för sol är betydligt bättre i Sydeuropa än på våra breddgrader, vilket skapar utrymme för högre tillväxt och bättre marginaler.

Samhällets strävan efter en mer hållbar livsstil kommer sannolikt att gynna efterfrågan på Midsummers produkter. Det är framför allt ”ren energi till alla” som kommer att vara den största drivkraften bakom detta.

Bolagsprofil

Midsummer är en svensk producent av solceller. Tekniken bygger på en egenutvecklad produktionsprocess, som i korthet utgår från ett halvledarskikt, som innebär att olika metaller ”målas” på ett underlag, t.ex. plåt, för att sedan fräsas och etsas till att få den önskade strukturen.

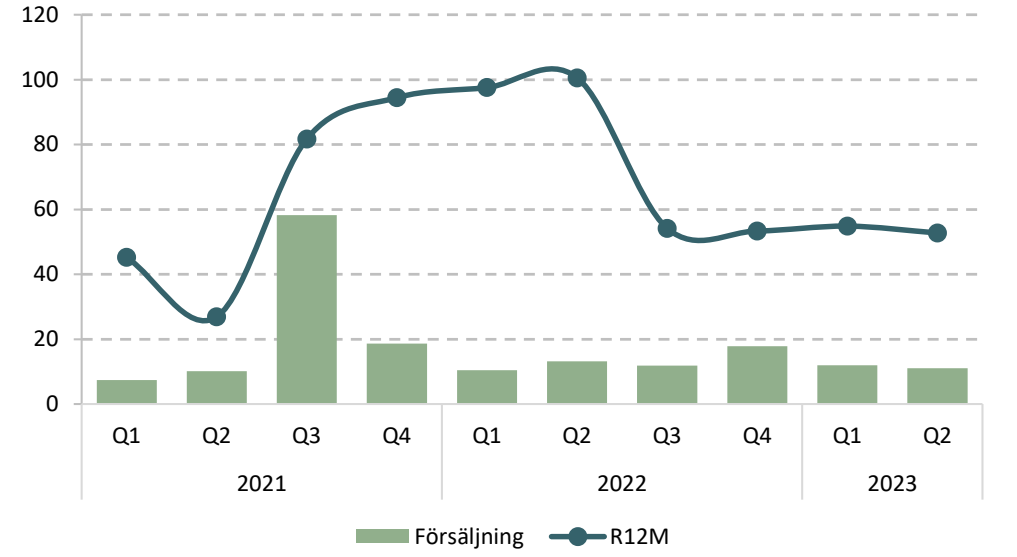
Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4 baserat på försäljningen 2024, diskonterat till nuvärde med WACC. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor, regional aktör och därmed värderas i linje med liknande företag. Med denna metod värderar vi Midsummer till 5,7 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 5,6-6,0 kr.

Kvartalet i korthet

Midsummer rapporterade en försäljning på 21,8 mkr (20,5 mkr) för Q2'23. Tillväxten för solcellstak var god, +31%, trots fortsatt kraftigt begränsad produktionskapacitet. Totalt sett planar försäljningen ut, men kärnverksamheten, solcellstak, växer på bekostnad av installationsverksamheten som minskade med 57%.

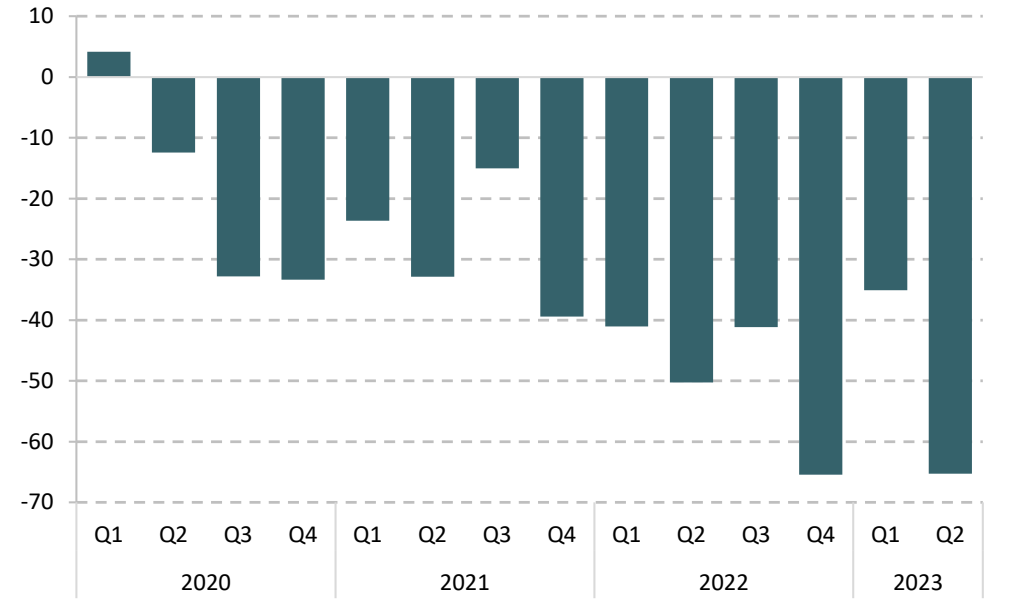
Försäljning kvartalsvis och rullande 12 månader



Källa: Bolaget, EPB

Midsummer lämnar alltmer den egna installationsverksamheten för att fokusera på återförsäljare. Detta sänker på kort sikt marginalerna, men ökar tillväxtpotentialen samt ökar fokuseringen på kärnverksamheten, solcellstak. Försäljningen är fortsatt volatil på grund av upparbetade bidrag för den italienska fabriken samt omställningen av affärsmodellen. Övriga intäkter uppgick därmed till 11,0 mkr, att jämföra med försäljning på samma belopp. EBIT var relativt svagt, -65,3 mkr (-50,3 mkr), där en svag krona har ökat kostnaderna för inköp av material, som är en väsentlig kostnadskomponent i produktion för tunnfilmssolceller. Midsummer är inne i en tung investeringsfas där väsentlig produktionskapacitet håller på att byggas upp, vilket skapar stora negativa resultat i närtid.

EBIT per kvartal



Källa: Bolaget, EPB

Under Q2'23 har kassaflödet stärkts betydligt. En första utbetalning av bidraget för uppbyggnaden av den italienska fabriken på 74,3 mkr påverkade positivt. En andra och sista betalning på ca 175 mkr förväntas under Q1'24. Under Q2'23 har även bolaget slutfört en nyemission som har gett ett nettobidrag på 155 mkr. Sammantaget ger det en kassaposition på 143,6 mkr vid utgången av Q2'23. Då den italienska fabriken förväntas börja producera vid årsskiftet 23/24, anser vi att den finansiella ställningen ger en god grund för fortsatt expansion och därmed banar väg mot en lönsam affär. En betydande nyhet inkom efter kvartalets utgång. Midsummer är utvalt för att få ett EU-bidrag på 375 mkr för uppbyggnad av en ny megafabrik i Sverige, vilket påvisar potentialen i bolagets produkter.

Prognosjusteringar och motiverat värde

Högre kostnader föranleder lägre prognoser i närtid. Samtidigt kommer den nya produktionen i Italien att ge inflöde av utländsk valuta som ger en positiv effekt, givet dagens valutakurser. Vi höjer vårt avkastningskrav från 18% till 25% givet utmaningar i närtid. Sammantaget ger det oförändrat motiverat värde på 5,6-6,0 kr.

Beräkning motiverat värde

Försäljning 2024e, mkr	374
EV/S multipel (medel av konk., avr. nedåt)	4
Företagsvärde 2024e, mkr	1 495
Nettoskuld 2024e, mkr	-199
Aktievärde 2024e, mkr	1 296
WACC	25,0%
Diskonterat värde idag, mkr	829
Aktier, m	144,4
Värde per aktie	5,7

Källa: Bolaget, EPB, FactSet

Känslighetsanalys motiverat värde

	WACC		
EV/S	**23,0%**	**25,0%**	**27,0%**
3	4,2	4,1	4,0
3,5	5,1	4,9	4,8
4	5,9	5,7	5,6
4,5	6,8	6,6	6,4
5	7,6	7,4	7,2

Källa: Bolaget, EPB, FactSet

DCF, Sammanfattning

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	-63
Nuvärdet av terminalvärde	80
Företagsvärde (EV)	**17**
Nettoskuld, senast rapporterad	86
Minoritetsintressen och övrigt	295
Eget kapital	**226**
Antal utstående aktier, full utspädning	144
Eget kapital per aktie	**1,6**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	6,0%
Extra risk-premie	11,0%
WACC	**25,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	4,0%
Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
Skattesats	10,0%

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
	24,0%	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
	24,5%	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
WACC	25,0%	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
	25,5%	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
	26,0%	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5

		Långsiktig EBIT-marginal				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
	24,0%	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0
	24,5%	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
WACC	25,0%	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8
	25,5%	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7
	26,0%	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**184**	**72**	**94**	**53**	**58**	**362**	**530**
Övriga rörelseintäkter	17	47	42	26	48	42	42
Totala intäkter	**201**	**119**	**136**	**79**	**106**	**403**	**572**
Kostnad sålda varor	-107	-41	-92	-92	-116	-231	-291
Bruttoresultat	**94**	**78**	**44**	**-13**	**-11**	**173**	**280**
Övriga rörelsekostnader	-85	-128	-117	-143	-167	-211	-224
EBITDA	**9**	**-50**	**-73**	**-59**	**-177**	**130**	**56**
Jämförelsestörande poster	0	0	0	97	0	168	0
EBITDA, justerad	**9**	**-50**	**-73**	**-155**	**-177**	**-38**	**56**
Avskrivningar	-32	-24	-38	-34	-38	-40	-40
EBITA, justerad	**-23**	**-74**	**-111**	**-190**	**-215**	**-78**	**16**
EBIT	**-23**	**-74**	**-111**	**-93**	**-215**	**90**	**16**
EBIT, justerad	**-23**	**-74**	**-111**	**-190**	**-215**	**-78**	**16**
Finansnetto	-12	-18	-19	4	6	-3	-3
Resultat före skatt	**-35**	**-92**	**-130**	**-89**	**-210**	**87**	**13**
Resultat före skatt, justerad	**-35**	**-92**	**-130**	**-186**	**-210**	**-82**	**13**
Total skatt	-5	0	1	1	0	0	0
Nettoresultat	**-40**	**-92**	**-130**	**-88**	**-210**	**87**	**13**
Nettoresultat, justerad	**-40**	**-92**	**-130**	**-185**	**-210**	**-82**	**13**
Intäktstillväxt	*-*	*-41%*	*14%*	*-42%*	*34%*	*>100%*	*42%*
Bruttomarginal	*50,9%*	*>100%*	*46,9%*	*Neg.*	*Neg.*	*47,7%*	*52,8%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*3,0%*
EPS, justerad	*-1,30*	*-1,99*	*-2,18*	*-2,73*	*-1,78*	*-0,57*	*0,09*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*

Källa: Midsummer, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-23	-74	-111	-93	-215	90	16
Övriga kassaflödesposter	19	2	20	-32	44	37	37
Förändringar i rörelsekapital	-69	-7	28	24	16	-28	11
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-73**	**-80**	**-63**	**-101**	**-155**	**99**	**64**
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-29	-90	-42	-40	-35	-35
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-14	-24	-25	-20	-30	-20	-20
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-45**	**-53**	**-115**	**-62**	**-70**	**-55**	**-55**
Fritt kassaflöde	**-118**	**-133**	**-179**	**-163**	**-226**	**44**	**9**
Nyemission / återköp	0	248	126	0	225	0	0
Övriga poster	176	-9	-7	13	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**176**	**239**	**119**	**13**	**225**	**0**	**0**
Kassaflöde	**58**	**106**	**-60**	**-150**	**-1**	**44**	**9**
Nettoskuld	**111**	**-2**	**56**	**243**	**243**	**199**	**190**

Källa: Midsummer, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	31	45	53	54	66	66	66
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	137	158	173	188
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	21	21	21	21
Summa anläggningstillgångar	**93**	**127**	**208**	**213**	**245**	**260**	**275**
Varulager	24	27	30	20	26	131	190
Kundfordringar	6	23	23	3	4	19	27
Övriga omsättningstillgångar	118	126	71	223	223	223	223
Likvida medel och kortfristiga placeringar	111	218	159	2	2	46	55
Summa omsättningstillgångar	**259**	**393**	**283**	**249**	**255**	**418**	**495**
SUMMA TILLGÅNGAR	**352**	**520**	**491**	**461**	**499**	**678**	**769**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	100	256	253	175	191	277	290
Summa eget kapital	**100**	**256**	**253**	**175**	**191**	**277**	**290**
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	10	210	210	210
Långfristiga leasingskulder	0	0	0	15	15	15	15
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	**215**	**209**	**208**	**27**	**227**	**227**	**227**
Kortfristiga räntebärande skulder	8	6	8	215	15	15	15
Leverantörsskulder	16	34	10	21	26	131	157
Kortfristiga leasingskulder	-	-	-	5	5	5	5
Övriga kortfristiga skulder	12	14	13	18	35	23	75
Summa kortfristiga skulder	**36**	**55**	**30**	**259**	**82**	**174**	**252**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**352**	**520**	**491**	**461**	**499**	**678**	**769**

Källa: Midsummer, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-41%	14%	-42%	34%	>100%	42%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	50,9%	>100%	46,9%	Neg.	Neg.	47,7%	52,8%
EBITDA-marginal	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,9%	10,6%
EBITDA-marginal, justerad	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,9%	3,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,4%

Källa: Midsummer, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%

Källa: Midsummer, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	12%	22%	22%	26%	25%	32%	33%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	19%	17%	4%	4%	5%	5%
Leverantörsskulder / KSV	15%	83%	11%	23%	23%	57%	54%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	33%	15%	>100%	29%	63%	49%
Rörelsekapital / totala intäkter	60%	>100%	74%	>100%	>100%	54%	36%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,8x	1,1x

Källa: Midsummer, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	111	-2	56	243	243	199	190
Soliditet	29%	49%	51%	38%	38%	41%	38%
Nettoskuldsättningsgrad	1,1x	0,0x	0,2x	1,4x	1,3x	0,7x	0,7x
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	0,0x	-0,8x	-4,1x	-1,4x	1,5x	3,4x

Källa: Midsummer, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,30	-1,99	-2,18	-1,30	-1,78	0,60	0,09
EPS, justerad	-1,30	-1,99	-2,18	-2,73	-1,78	-0,57	0,09
FCF per aktie	-3,82	-2,85	-3,01	-2,41	-1,91	0,31	0,06
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,24	5,50	4,26	2,59	1,61	1,92	2,01
Antal aktier vid årets slut, m	30,9	46,6	59,4	67,7	118	144	144
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,9	46,6	59,4	67,7	118	144	144

Källa: Midsummer, EPB

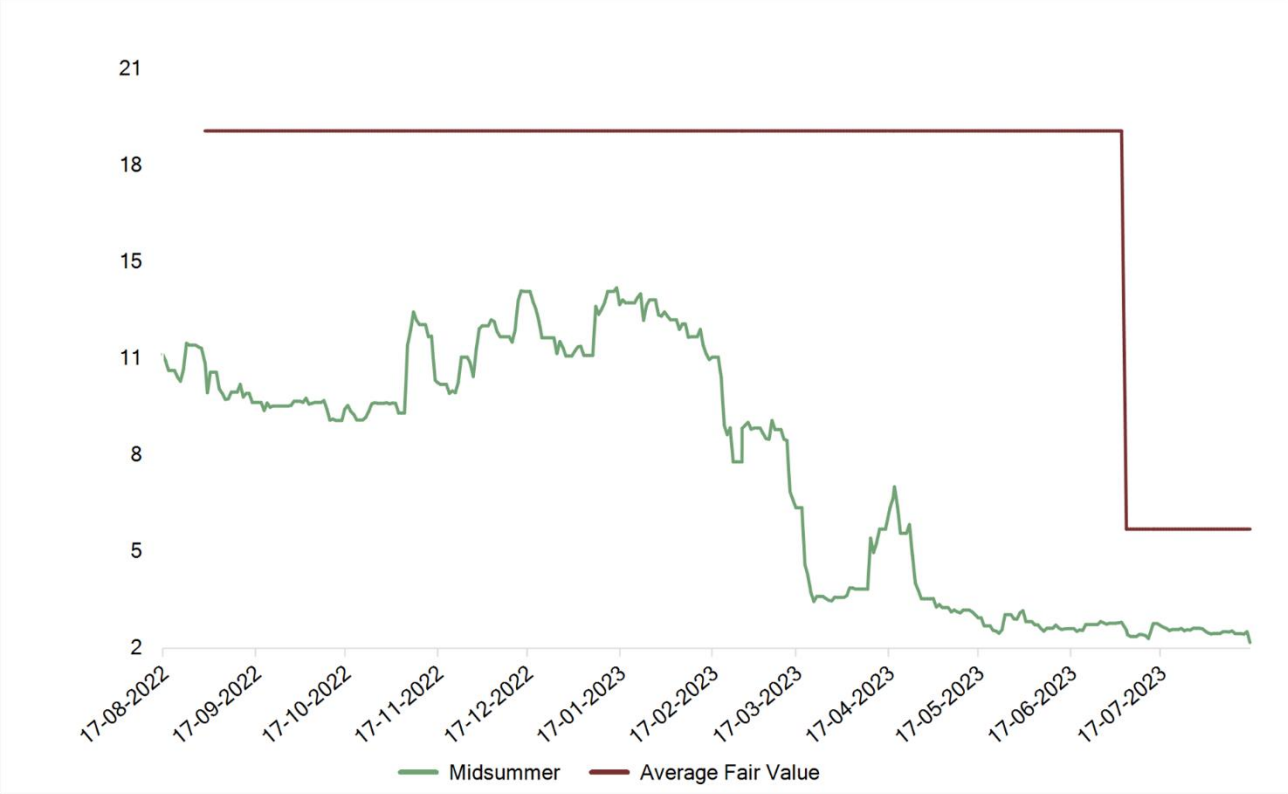
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,8x
P/EK	8,2x	2,0x	3,6x	4,5x	1,3x	1,1x	1,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,7x	32,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%	3%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,7x	4,2x	7,1x	13,0x	3,1x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	104,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,6x
EV	938	501	965	1 024	327	380	380
Aktiekurs	26,8	10,8	15,3	11,5	2,0	2,0	2,0

Källa: Midsummer, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Midsummer (MIDS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se