



Advanced Soltech Sweden AB

Refinansiering i stort sett genomförd

Ett kvartal präglat av förbättrad balansräkning

Rapporten för Q3'23 präglades av en klart förbättrad balansräkning. De stora obligationerna SOLT2 och SOLT3 har till fullo återbetalats. Den sista utestående obligationen, SOLT4 om drygt 70 mkr, har förlängts till november 2024. Finansiering av detta har lösts via nyemissioner på sammanlagt 176 mkr samt bankfinansiering i Kina. Det senare sänker räntekostnader via lägre kreditmarginaler och en generellt lägre räntenivå. Bolaget gjorde en vinst på 4 mkr i kvartalet, efter ackumulerade förluster på -74 mkr i H1'23, en effekt av lägre räntekostnader. Solinstrålningen var lägre y/y vilket gav i stort sett oförändrad nettoomsättning, trots en 13 % större installerad solcellskapacitet. Vi justerar våra prognoser baserat på det relativt svaga kvartalet och uppdatering kring antalet aktier.

Acceleration av installerad kapacitet kommande år

Med ny finansiering på plats finns utrymme för att accelerera kapacitetsutbyggnaden kommande år. Målet är att öka den installerade kapaciteten till 1 000 MW till slutet av 2026, från 258 MW per 9m 2023. ASAB:s modell är skalbar och inte knuten till någon specifik teknologi, men har ändå höga inträdesbarriärer på grund av att affärsmodellen är mycket kapitalintensiv. De fasta tarifferna på el gör att intäkterna är stabila, kapitalintensiteten ger höga marginaler och den långsiktiga kassaflödesgenereringen är därmed både hög och har god visibilitet.

Oförändrat motiverat värde

Vi ser ASAB som en kraftproducent och har jämfört bolaget med en grupp internationella kraftproducenter. Med motiverad EV/EBIT på 18x, vilket vi når genom att jämföra summan av EBIT-tillväxt och EBIT-marginal med vår jämförelsegrupp, når vi ett motiverat värde på 14,0–15,5 kr. Vi sätter en rabatt för att ta hänsyn till att bolaget är klart mindre än jämförelsegruppen och beroende av en enskild marknad. Då den nya finansieringen är klar och då kapacitetsutbyggnaden fortsätter accelerera ser vi rabatten minska. Vi ser våra prognoser som konservativa och bolaget bör, givet den nya finansiella strukturen, kunna hitta lokal finansiering till attraktiva nivåer, vilket skulle kunna öka investeringsnivån, och därmed tillväxten, väsentligt relativt våra prognoser.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	14,0 - 15,5 SEK	
Totala intäkter	-7,3%	-0,1%	-0,3%	204	226	274	283	Aktiekurs	7,1 SEK	
EBIT, just.	-18,0%	-0,1%	-0,6%	Tillväxt	33%	11%	21%	3%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-212,8%	10,6%	9,6%	EBITDA, just.	149	161	206	211	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser			EBIT, just.	79	85	122	125			
Q4 - rapport	20 februari 2024		EPS, just.	-0,7	-1,1	1,0	1,0			
Q1 - rapport	16 maj 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	6%			
Bolagsfakta (mSEK)			EK/aktie	12,5	10,7	11,7	12,8			
Antal aktier	57m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	406		EBIT-marginal	50,6%	44,6%	61,0%	59,9%			
Nettoskuld	1 030		ROE, just.	Neg.	Neg.	8,7%	8,5%			
EV	1 435		ROCE, just.	6,7%	5,3%	7,2%	7,3%			
Free float	80%		EV/Sales	8,3x	6,4x	5,2x	5,1x			
Daglig handelsvolym, snitt	13k		EV/EBITDA	11,4x	8,9x	7,0x	6,8x			
Bloomberg Ticker	ASAB SS EQUITY		EV/EBIT	21,4x	16,9x	11,8x	11,4x			
Analytiker			P/E, just.	-26,0x	-6,6x	7,2x	6,8x	Intressekonflikter		
Örjan Rödén			P/EK	1,5x	0,7x	0,6x	0,6x	Yes	No	
orjan.rodén@penser.se			FCF yield	-17%	-86%	27%	0%	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	6,4x	7,1x	4,7x	4,6x	Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Attraktiv exponering mot förnyelsebar kraftgenerering: Med målet att reducera växthusgaser och bli mindre beroende av fossila bränslen genomgår Kina en omställning mot förnyelsebara energikällor, där solenergi är en central del. Samtidigt fortsätter efterfrågan på elektricitet öka strukturellt i takt med att elektrifieringen accelererar. Kina är redan världens största marknad för solenergi och ASAB ger en unik exponering mot denna marknad.

Stark marknadsposition ger skalbarhet: Med paneler som köps in från tredje part, i kombination med att installationen läggs ut på entreprenad ser vi modellen som skalbar. Tillgången på kapital med attraktiva finansieringsvillkor är den begränsande faktorn och med ny finansiell struktur på plats ökar tillgången till kapital, vilket tillåter acceleration av den installerade kapaciteten. Vi ser en stor potential att accelerera kapacitetsuppbyggnaden från 2024 med ny finansiering på plats. Målet är att nå 1 000 MW i installerad kapacitet i slutet av 2026, från 252 MW per slutet av H1 2023.

Stabila intäkter, låg risk på kostnadssidan och höga inträdesbarriärer: Med priskontroller på el har elpriset, vilket driver ASAB:s intäkter, historiskt varit relativt stabilt. Vi ser samtidigt ingenting som väsentligt skulle ändra kostnadsbasen. Affärsmodellen är kapitalintensiv vilket skapar starka inträdesbarriärer och med stabila intäkter väntar vi oss stabila, och höga, marginaler framöver. Modellen är inte knuten till någon specifik teknologi och skalbarheten och stabiliteten i intjäningen ger därmed hög visibilitet i den långsiktiga kassaflödesgenereringen.

Vi bedömer våra prognoser som konservativa: Bolaget bör, givet den nya finansiella strukturen, kunna hitta lokal finansiering till attraktiva nivåer, vilket skulle kunna öka investeringsnivån, och därmed tillväxten, väsentligt. Den skalbara modellen möjliggör en betydligt större investeringstakt än vad vi har modellerat för närvarande.

Bolagsprofil

ASAB är en elproducent som finansierar, installerar, äger och driver solcellsanläggningar på kunders tak i Kina, och därefter säljer den el som produceras av respektive solcellsanläggning till företaget som bedriver sin verksamhet i byggnaden. Affärsidén är att erbjuda kunder inom industri, handel och offentlig förvaltning ett enkelt och bekymmerslöst sätt att ersätta en betydande del av elförbrukningen med lokalt producerad solenergi, till ett rabatterat pris, jämfört med elpriset från nätet.

ASAB grundades som en joint venture mellan det svenska solenergibolaget Soltech Energy Sweden AB (publ) och den kinesiska solpanelstillverkaren Advanced Solar Power Hangzhou ("ASP"). Bolaget erbjuder solenergi som tjänst och solcellsanläggningarna installeras via ett lokalt nätverk av solpanelsinstallatörer och återförsäljare i Kina. Bolaget ansvarar för att säkerställa finansiering av verksamheten. Bolaget har sitt huvudkontor i Stockholm men har uteslutande sin verksamhet i Kina.

Värdering

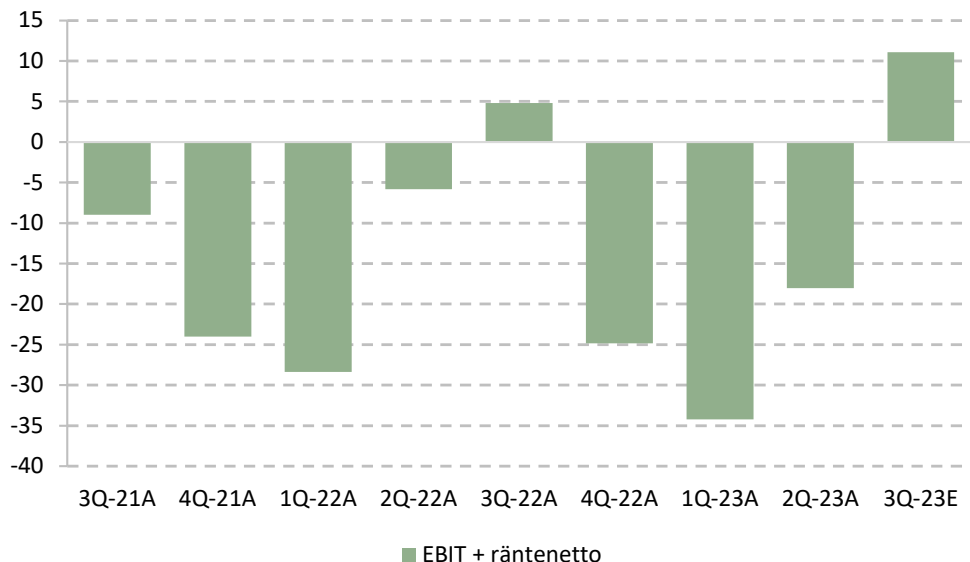
Vi har värderat ASAB med en kombination av relativ och absolut värdering. I vår relativa värdering har vi jämfört ASAB med en grupp internationella kraftproducenter. ASAB:s affärsmodell är kapitalintensiv vilket ger höga marginaler och vi ser ASAB som en kraftproducent och inte en solcellsinstallatör.

Vi beräknar vår motiverade EV/EBIT-multipel genom att skapa ett mått av värdeskapande, som vi beräknar som summan av EBIT-tillväxt och EBIT-marginal. Vi jämför sedan måttet mot vår jämförelsegrupp och når på det sättet en motiverad multipel. Korrelationen mellan vårt mått på värdeskapande och EV/EBIT är mycket hög. Vi når en motiverad multipel på 18x och sätter sedan en 25% rabatt på denna, för att ta hänsyn till finansieringssituationen och beroendet av en enskild marknad. Vi kompletterar detta med en DCF-analys som använder en WACC på 11%, långsiktig tillväxt på 4% och långsiktig EBIT-marginal på 45%. Vi når ett motiverat värde på 14,0–15,5 kr.

Kvartalet i korthet

Rapporten för Q3'23 präglades av en klart förbättrad balansräkning. De stora obligationerna SOLT2 och SOLT3 har till fullo återbetalats. Den utestående obligationen, SOLT4 om drygt 70 mkr, har förlängts till november 2024. Finansiering av detta har lösts via nyemissioner på sammanlagt 176 mkr samt bankfinansiering i Kina. Det senare sänker räntekostnader via lägre kreditmarginaler och en generellt lägre räntenivå. Bolaget gjorde därmed en vinst på 4 mkr i kvartalet, efter ackumulerade förluster på -74 kr i H1'23.

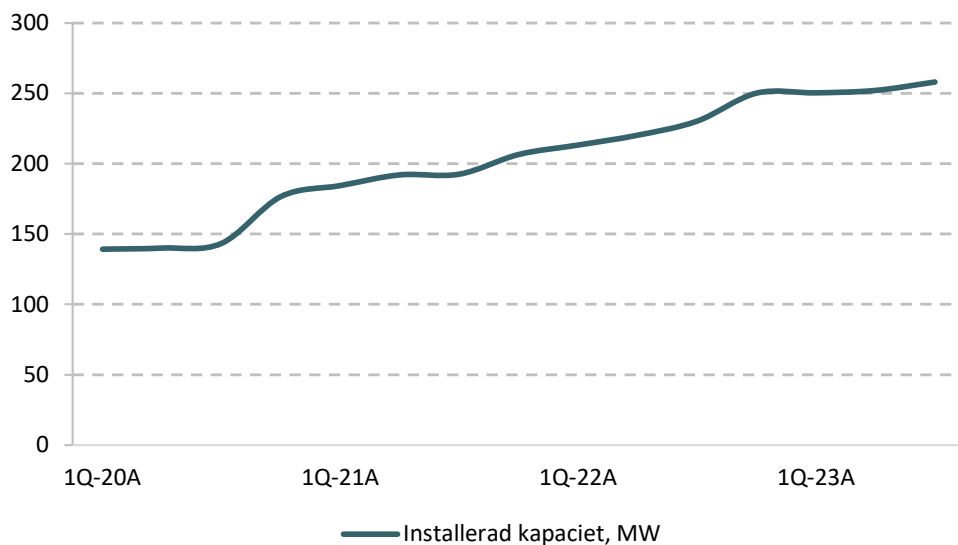
EBIT + räntenetto, kvartalsvis, mkr



Källa: Bolaget, EPB

Solinstrålningen var lägre y/y vilket gav i stort sett oförändrad nettoomsättning, trots en 13 % större installerad solcellskapacitet. Efter några kvartal med oförändrad kapacitet har nu återigen kapaciteten börjat byggas upp, vilket kommer att återigen skapa intäktsstillväxt.

Installerad kapacitet, MW



Källa: Bolaget, EPB

Värdering och motiverat värde

Beräkning motiverat värde

EBIT 2024e, mkr	122
EV/EBIT multipel	18
Företagsvärde 2024e, mkr	2194
Nettoskuld 2024e, mkr	-975
Aktievärde 2024e, mkr	1219
Aktier, m	59,1
Värde per aktie, kr	20,6
Rabatt	25%
Underlag för motiverat värde, kr	15,5
Motiverat värde, kr per aktie	14,0 - 15,5

Källa: Bolaget, EPB

Känslighetsanalys motiverat värde

EV/EBIT	Rabatt		
	20,0%	25,0%	30,0%
14	9,9	9,3	8,7
16	13,2	12,4	11,5
18	16,5	15,5	14,4
20	19,8	18,6	17,3
22	23,1	21,6	20,2

Källa: Bolaget, EPB

DCF, sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
881	2,5%	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremie	Långsiktig EBIT-marginal
1 260	5,5%	45,0%
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremie	Avskrivningar, % av omsättning
2 141	4,0%	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
1 030	-1,0%	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Rörelsekapital, % av omsättning
0	11,0%	3,0%
Eget kapital		Skattesats
1 111		15,0%
Antal utstående aktier, full utspädning		
57		
Eget kapital per aktie		
19		

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	40,0%	42,5%	45,0%	47,5%	50,0%
9,0%	30	33	37	43	49	33	35	37	40	42
10,0%	22	24	27	30	34	23	25	27	29	31
WACC 11,0%	16	17	19	22	24	11,0%	16	18	19	21
12,0%	11	12	14	15	17	12,0%	11	13	14	15
13,0%	7	8	9	11	12	13,0%	7	8	9	11

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	60	86	117	157	174	200	209
Övriga rörelseintäkter	45	52	36	47	52	74	74
Totala intäkter	105	139	154	204	226	274	283
Bruttoresultat	105	139	154	204	226	274	283
Övriga rörelsekostnader	-15	-24	-43	-55	-65	-68	-72
EBITDA	90	115	111	149	154	206	211
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	-7	0	0
EBITDA, justerad	90	115	111	149	161	206	211
Avskrivningar	-27	-37	-48	-67	-74	-81	-83
EBITA, justerad	63	78	63	82	88	125	128
Amortering	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
EBIT	61	76	61	79	78	122	125
EBIT, justerad	61	76	61	79	85	122	125
Finansnetto	-79	-163	-37	-114	-139	-64	-64
Resultat före skatt	-18	-87	24	-35	-61	58	61
Resultat före skatt, justerad	-18	-87	24	-35	-54	58	61
Total skatt	4	-10	-7	6	0	0	0
Nettoresultat	-14	-97	16	-29	-61	58	61
Nettoresultat, justerad	-14	-97	16	-29	-54	58	61
Intäktstillväxt	-	32%	11%	33%	11%	21%	3%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	>100%	88,2%	51,7%	50,6%	48,8%	61,0%	59,9%
EPS, justerad	-2 795	-444	0,82	-0,72	-1,07	0,98	1,04
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	6%

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	61	76	61	79	78	122	125
Övriga kassaflödesposter	-32	-73	-56	-34	-15	18	22
Förändringar i rörelsekapital	16	-38	99	131	0	13	17
Kassaflöde från den operationella verksamheten	45	-34	104	177	62	153	164
Investeringar i anläggningstillgångar	-433	-136	-296	-359	-368	-40	-164
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-47	0	0	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-28	1	-3	55	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-509	-135	-299	-305	-368	-40	-164
Fritt kassaflöde	-464	-169	-195	-128	-305	112	0
Nyemission / återköp	0	146	227	17	176	0	0
Förändring av skulder	484	49	47	6	78	-100	0
Övriga poster	0	0	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	484	195	273	21	254	-100	0
Kassaflöde	20	26	78	-106	-51	12	0
Nettoskuld	776	809	798	958	1 088	975	975

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	47	42	45	45	42	40	37
Materiella anläggningstillgångar	955	980	1 374	1 724	2 019	1 978	2 058
Finansiella anläggningstillgångar	91	88	90	43	43	43	43
Övriga anläggningstillgångar	9	8	1	6	8	10	10
Summa anläggningstillgångar	1 102	1 118	1 511	1 819	2 112	2 070	2 149
Kundfordringar	23	24	36	36	41	49	51
Övriga omsättningstillgångar	26	42	45	57	31	31	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	50	73	161	61	9	22	22
Summa omsättningstillgångar	99	139	242	155	82	103	104
SUMMA TILLGÅNGAR	1 201	1 257	1 753	1 973	2 194	2 173	2 253
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	175	203	499	521	636	694	755
Summa eget kapital	175	203	499	521	636	694	755
Långfristiga räntebärande skulder	788	883	912	0	967	867	867
Övriga långfristiga skulder	72	70	80	87	137	137	137
Summa långfristiga skulder	860	953	992	87	1 104	1 004	1 004
Kortfristiga räntebärande skulder	37	0	47	1 019	130	130	130
Leverantörsskulder	102	57	130	228	192	233	241
Övriga kortfristiga skulder	27	45	84	119	133	113	123
Summa kortfristiga skulder	166	102	261	1 365	454	476	494
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 201	1 257	1 753	1 973	2 194	2 173	2 253

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	32%	11%	33%	11%	21%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	28%	-4%	35%	8%	28%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	-	25%	-20%	31%	7%	44%	3%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	6%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	>100%	>100%	94,4%	95,0%	88,4%	>100%	>100%
EBITDA-marginal, justerad	>100%	>100%	94,4%	95,0%	92,5%	>100%	>100%
EBIT-marginal	>100%	88,2%	51,7%	50,6%	44,6%	61,0%	59,9%
EBIT-marginal, justerad	>100%	88,2%	51,7%	50,6%	48,8%	61,0%	59,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	13,8%	Neg.	Neg.	29,0%	29,3%

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	5%	Neg.	Neg.	9%	8%
ROCE, justerad	Neg.	7%	12%	7%	5%	7%	7%
ROIC, justerad	Neg.	8%	5%	6%	5%	7%	7%

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	17%	24%	18%	18%	18%	18%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-76%	-26%	-87%	-124%	-112%	-97%	-99%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	776	809	798	958	1 088	975	975
Soliditet	15%	16%	28%	26%	29%	32%	34%
Nettoskulsättningsgrad	4,4x	4,0x	1,6x	1,8x	1,7x	1,4x	1,3x
Nettoskuld / EBITDA	8,6x	7,0x	7,2x	6,4x	7,1x	4,7x	4,6x

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-2 795	-444	0,82	-0,72	-1,22	0,98	1,04
EPS, justerad	-2 795	-444	0,82	-0,72	-1,07	0,98	1,04
FCF per aktie	-92 807	-776	-9,86	-3,17	-6,06	1,90	0,00
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	34 976	470	12,8	12,5	10,7	11,7	12,8
Antal aktier vid årets slut, m	0,01	0,43	39,1	41,6	59,1	59,1	59,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,01	0,22	19,8	40,3	50,4	59,1	59,1

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

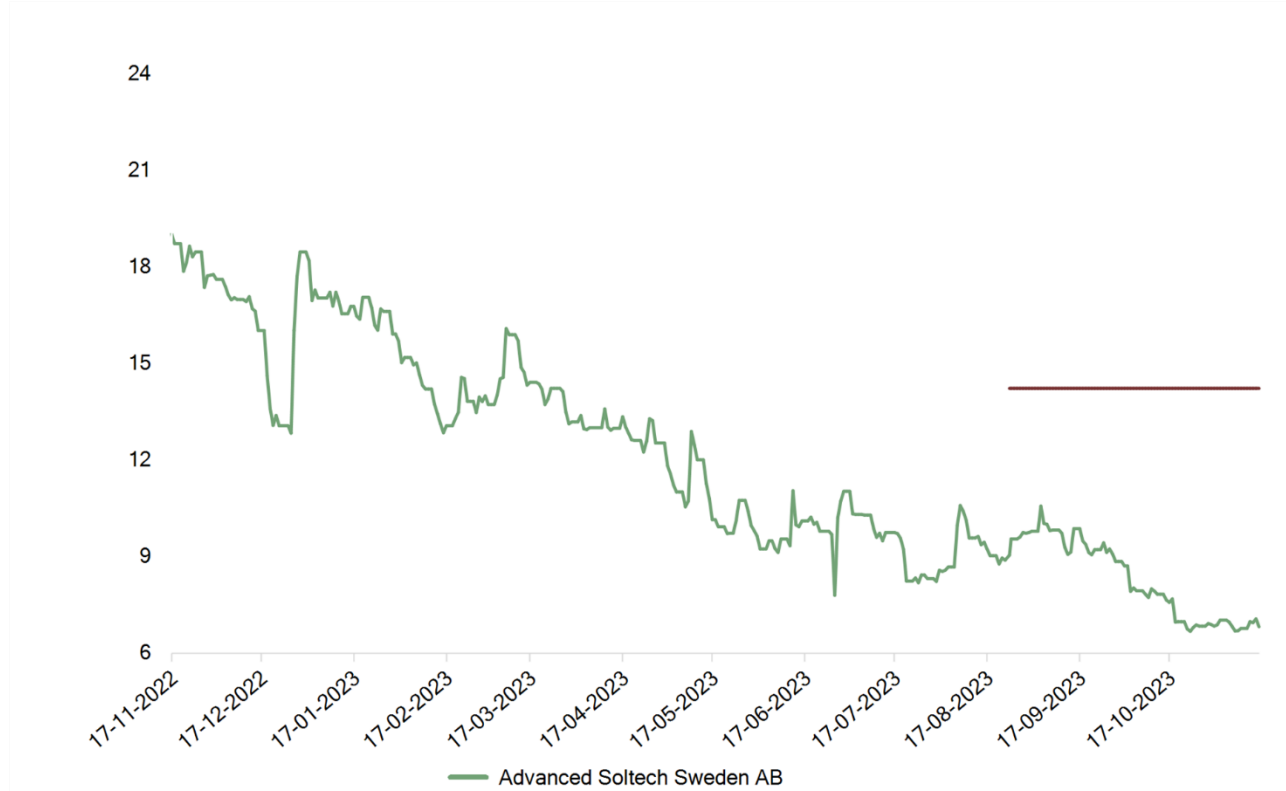
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	56,3x	Neg.	Neg.	7,2x	6,8x
P/EK	0,0x	0,0x	3,6x	1,5x	0,7x	0,6x	0,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,7x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27%	Neg.
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	Neg.	Neg.	16,9x	8,3x	6,4x	5,2x	5,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	23,4x	11,4x	8,9x	7,0x	6,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	42,7x	21,4x	16,9x	11,8x	11,4x
EV	Neg.	Neg.	2 592	1 701	1 435	1 435	1 435
Aktiekurs	-	-	46,3	18,7	7,1	7,1	7,1

Källa: Advanced Soltech Sweden AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Advanced Soltech Sweden AB (ASAB 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.

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 kraftigt 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 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 informations spridning, 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