This report was completed and disseminated 21 november 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förnyelsebar energi | Sverige | 21 november 2023

Eolus

Engångsposter påverkar positivt men utmaningar i projekten

Starkt resultat men påverkat av positiva engångsposter

Eolus rapporterade ett starkt resultat för Q3'23. EBIT uppgick till 159 mkr, klart bättre y/y (-8 mkr i Q3'22). Resultatet påverkades emellertid av engångsposter, +96 mkr på EBIT-nivå och +85 mkr i resultat före skatt. Orsaken är en skiljedom som har utfallit till Eolus fördel. Däremot är den kassaflödesmässiga påverkan från domen negativ, -28 mkr netto, då Eolus har innehållit leverantörsfakturor som nu måste betalas. Justerad försäljning i kvartalet uppgick därmed till 79 mkr (111 mkr) och EBIT till 63 mkr (-8 mkr). Projektportföljen var relativt konstant på 25,5 GW, i linje med Q2'23 där inflödet på 400 MW under Q3'23 motsvarades av utrensningar på i stort sett samma belopp.

Stort nyhetsflöde med både positiv och negativ underton

Det har varit ett blandat nyhetsflöde under och efter kvartalet. På den positiva sidan noterar vi en inlämnad tillståndsansökan och avsiktsförklaring med Volvo Cars om samarbete kring det havsbaserade projektet Västvind, en inlämnad tillståndsansökan för det havsbaserade vindkraftsprojektet Arcona, samt en strategisk översyn av tillståndsgivning och projektrealisering av hela verksamheten inom havsbaserad vindkraft. På den negativa sidan utmärker sig kvalitetsproblem hos turbintillverkaren i Skalleberget/Utterberget, Tjärnäs och Rosenskog, dock utan förseningar, samt en försening i projekt Stor-Skälsjön på grund av bl. a. väder. Förseningen är dock marginell enligt bolaget, endast ett kvartal.

Oförändrade prognoser och motiverat värde – fortsatt låga multiplar

Vi lämnar våra prognoser i stort sett oförändrade. Lägre projektavräkning av Stor-Själsjön kompenseras av skiljedomsutfallet. Vi lämnar även vårt motiverade värde oförändrat. Aktien handlas fortsatt till låga multiplar, samtidigt som projektportföljen är väsentlig. Även om elpriserna har varit låga under hösten, vilket har sänkt värderingarna av energirelaterade aktier, behöver samhället ställa om till förnyelsebar energiförsörjning. Där är projektutvecklare som Eolus en nödvändig spelare för att klara omställningen på ett resurseffektivt sätt.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%
EPS, just.	-2,9%	0,0%	0,0%

Kommande händelser

Q4 - rapport	15 februari 2024
Q1 - rapport	15 maj 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	25m
Börsvärde	2 306
Nettoskuld	-300
EV	2 067
Free float	84%
Daglig handelsvolym, snitt	50k
Bloomberg Ticker	EOLUB SS EQUITY

Analytiker

Örjan Rödén
orjan.roden@penser.se

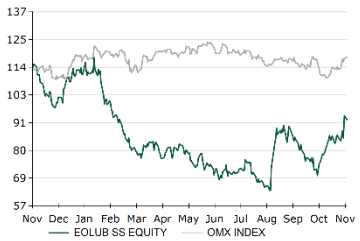
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	2 393	2 546	1 056	1 136
Tillväxt	-10%	6%	-59%	8%
EBITDA, just.	91	723	303	295
EBIT, just.	77	706	283	275
EPS, just.	-0,3	22,9	9,5	9,2
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	-59%	-3%
EK/aktie	41,9	63,1	70,6	77,5
Utdelning per aktie	1,5	1,8	2,0	2,3
EBIT-marginal	3,3%	27,7%	26,8%	24,2%
ROE, just.	Neg.	43,6%	14,2%	12,4%
ROCE, just.	7,6%	44,0%	14,6%	13,0%
EV/Sales	1,0x	0,8x	2,0x	1,8x
EV/EBITDA	26,3x	2,9x	6,8x	7,0x
EV/EBIT	31,1x	2,9x	7,3x	7,5x
P/E, just.	-375,7x	4,0x	9,7x	10,1x
P/EK	2,5x	1,5x	1,3x	1,2x
Direktavkastning	1,4%	1,9%	2,2%	2,4%
FCF yield	-7%	25%	9%	8%
Nettoskuld/EBITDA	-2,8x	-1,1x	-3,1x	-3,7x

Värde och risk

Motiverat värde	130 - 135 SEK
Aktiekurs	92,6 SEK
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Eolus har en stor projektportfölj på 25 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 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, vilket 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.

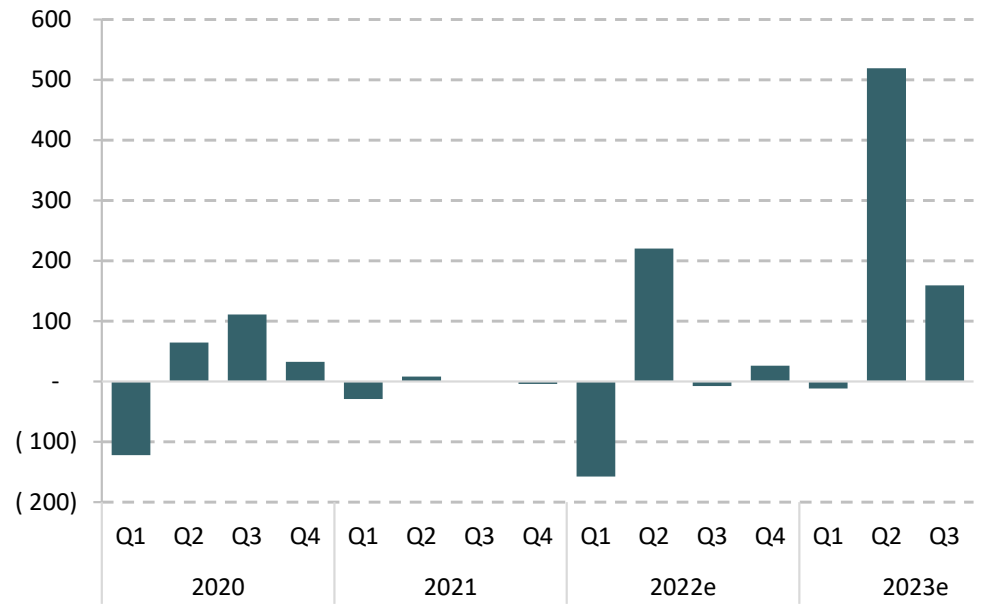
Värdering

Vi värderar Eolus enligt en multipelbaserad ansats. Då Eolus uppvisar stora variationer i intjäningsförmåga, inte endast mellan kvartal, utan även mellan år, har vi valt att applicera vår målmultipel på genomsnittet av EBIT för perioden 2020a-2025e. Vi sätter en målmultipel 10,5x för EV/EBIT, vilket är snittet över den senaste 10-årsperioden, justerat för perioder av förluster och svag lönsamhet, då vi har satt ett tak på 12x. Vi har satt en rabatt på 10% på detta värde. Vi anser att en rabatt är motiverad innan bolaget uppvisar en bättre stabilitet i intjäningen. I takt med att bolaget fortsätter att utvecklas väl, kommer vi att kunna ta bort rabatten. Sammantaget ger detta ett motiverat värde på 130–135 kr / aktie.

Kvartalet i korthet

Eolus rapporterade ett starkt resultat för Q3'23. EBIT uppgick till 159 mkr, klart bättre y/y (-8 mkr i Q3'22). Resultatet påverkades emellertid av engångsposter, +96 mkr på EBIT-nivå och +85 mkr i resultat före skatt.

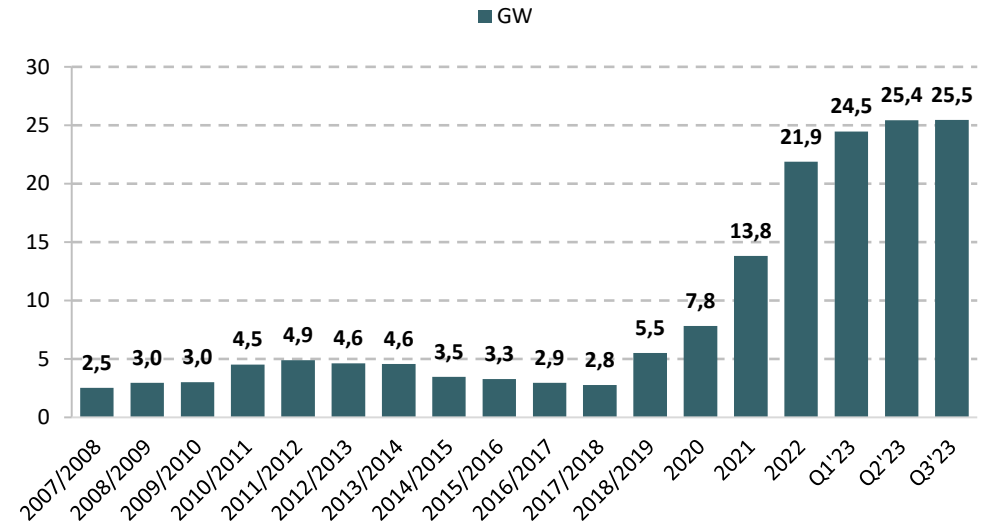
EBIT kvartalsvis



Källa: Bolaget, EPB

Orsaken är en skiljedom som har utfallit till Eolus fördel. Däremot är den kassaflödesmässiga påverkan från domen negativ, -28 mkr netto, då Eolus har innehållit leverantörsfakturor som nu måste betalas. Justerad försäljning i kvartalet uppgick därmed till 79 mkr (111 mkr) och EBIT till 63 mkr (-8 mkr). Projektportföljen var relativt konstant på 25,5 GW, i linje med Q2'23 där inflödet på 400 MW under Q3'23 motsvarades av utrensningar på i stort sett samma belopp.

Projektportfölj



Källa: Bolaget, EPB

Värdering och motiverat värde

Beräkning motiverat värde

EBIT genomsnitt 2020a-2025e	266
Motiverad multipel	10,5
Företagsvärde	2 795
Nettokassa, 2023e	799
Nettovärde	3 594
Aktier	24,9
Värde per aktie	144
Rabatt/premium	-10%
Bas för motiverat värde	130
Motiverat värde	130 -135

Källa: Bolaget, EPB

Känslighetsanalys motiverat värde

	Rabatt		
EV/EBIT	**5,0%**	**10,0%**	**15,0%**
6	91	87	82
8	112	106	100
10,5	137	130	123
13	162	154	145
15	183	173	164

Källa: Bolaget, EPB

DCF, sammanfattning

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 556
Nuvärdet av terminalvärde	681
Företagsvärde (EV)	**2 237**
Nettoskuld, senast rapporterad	-300
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**2 537**
Antal utstående aktier, full utspädning	25
Eget kapital per aktie	**102**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	4,0%
Extra risk-premie	0,0%
WACC	**12,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	20,0%
Avskrivningar, % av omsättning	0,5%
Capex, % av omsättning	0,5%
Rörelsekapital, % av omsättning	35,0%
Skattesats	20,0%

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	10,0%	115	117	119	122	125
	11,0%	106	108	110	111	114
WACC	12,0%	99	101	102	103	105
	13,0%	94	95	96	97	98
	14,0%	89	90	90	91	92

		Långsiktig EBIT-marginal				
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
	10,0%	97	108	119	130	141
	11,0%	91	100	110	119	129
WACC	12,0%	85	94	102	110	119
	13,0%	81	88	96	103	111
	14,0%	77	84	90	97	104

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**1 066**	**1 366**	**2 032**	**2 469**	**2 614**	**2 356**	**2 546**	**1 056**	**1 136**
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**	**2 546**	**1 056**	**1 136**
Kostnad sålda varor	-923	-1 077	-1 793	-2 109	-2 485	-2 047	-1 500	-528	-568
Bruttoresultat	**160**	**311**	**297**	**482**	**171**	**346**	**1 046**	**528**	**568**
Administrationskostnader	-54	-52	-58	-83	-93	-137	-153	-53	-80
Övriga rörelsekostnader	-40	-38	-116	-111	-98	-118	-170	-172	-194
EBITDA	**66**	**222**	**123**	**288**	**-20**	**91**	**723**	**303**	**295**
EBITDA, justerad	**66**	**222**	**123**	**288**	**-20**	**91**	**723**	**303**	**295**
Avskrivningar	-23	-15	-5	-8	-5	-14	-17	-20	-20
EBITA, justerad	**43**	**207**	**118**	**280**	**-25**	**77**	**706**	**283**	**275**
EBIT	**43**	**207**	**118**	**280**	**-25**	**77**	**706**	**283**	**275**
EBIT, justerad	**43**	**207**	**118**	**280**	**-25**	**77**	**706**	**283**	**275**
Finansnetto	-6	-4	-2	-98	-15	30	-35	-5	-5
Resultat före skatt	**37**	**204**	**116**	**183**	**-40**	**107**	**671**	**278**	**270**
Resultat före skatt, justerad	**37**	**204**	**116**	**183**	**-40**	**107**	**671**	**278**	**270**
Total skatt	-10	-5	17	16	16	8	-101	-42	-40
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-122	0	0	-
Nettoresultat	**27**	**199**	**133**	**199**	**-24**	**-7**	**571**	**237**	**229**
Nettoresultat, justerad	**27**	**199**	**133**	**199**	**-24**	**-7**	**571**	**237**	**229**
Intäktstillväxt	*-*	*28%*	*51%*	*24%*	*3%*	*-10%*	*6%*	*-59%*	*8%*
Bruttomarginal	*15,0%*	*22,8%*	*14,6%*	*19,5%*	*6,5%*	*14,7%*	*41,1%*	*50,0%*	*50,0%*
EBIT-marginal, justerad	*4,0%*	*15,2%*	*5,8%*	*11,3%*	*Neg.*	*3,3%*	*27,7%*	*26,8%*	*24,2%*
EPS, justerad	*1,09*	*7,99*	*5,33*	*7,97*	*-0,97*	*-0,28*	*22,9*	*9,50*	*9,20*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*>100%*	*-33%*	*49%*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*-59%*	*-3%*

Källa: Eolus, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	43	207	118	280	-25	77	706	283	275
Övriga kassaflödesposter	12	3	-39	-75	3	-127	-93	-24	-25
Förändringar i rörelsekapital	36	32	487	-689	-75	-142	-24	-61	-60
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**91**	**242**	**567**	**-484**	**-96**	**-192**	**590**	**199**	**190**
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-1	-2	-16	-4	-5	-5	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-96	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-7**	**-1**	**-98**	**-16**	**-4**	**-5**	**-5**	**-2**	**-2**
Fritt kassaflöde	**84**	**240**	**469**	**-500**	**-100**	**-197**	**584**	**197**	**187**
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**	**541**	**147**	**131**
Nettoskuld	**-168**	**-419**	**-800**	**-305**	**-439**	**-258**	**-799**	**-946**	**-1 077**

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	31	13	-4
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**	**149**	**131**	**114**
Varulager	345	575	472	429	843	772	611	739	795
Kundfordringar	26	53	25	16	71	95	64	26	28
Övriga omsättningstillgångar	181	350	346	561	287	323	382	158	170
Likvida medel och kortfristiga placeringar	202	740	1 103	691	625	568	1 109	1 256	1 387
Summa omsättningstillgångar	**753**	**1 718**	**1 947**	**1 697**	**1 826**	**1 758**	**2 165**	**2 179**	**2 381**
SUMMA TILLGÅNGAR	**901**	**1 895**	**2 058**	**1 808**	**1 885**	**1 919**	**2 315**	**2 311**	**2 495**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	658	814	888	1 037	984	983	1 510	1 697	1 870
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	61	61	61	61
Summa eget kapital	**660**	**816**	**890**	**1 036**	**1 264**	**1 044**	**1 571**	**1 758**	**1 931**
Långfristiga räntebärande skulder	13	156	152	135	21	231	231	231	231
Övriga långfristiga skulder	86	86	7	93	83	77	103	106	106
Summa långfristiga skulder	**99**	**242**	**160**	**228**	**104**	**308**	**334**	**337**	**337**
Kortfristiga räntebärande skulder	21	165	151	251	165	79	79	79	79
Leverantörsskulder	28	279	229	169	186	274	178	74	80
Övriga kortfristiga skulder	93	393	628	124	166	214	153	63	68
Summa kortfristiga skulder	**142**	**837**	**1 008**	**544**	**517**	**567**	**410**	**216**	**227**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**901**	**1 895**	**2 058**	**1 808**	**1 885**	**1 919**	**2 315**	**2 311**	**2 495**

Källa: Eolus, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	28%	51%	24%	3%	-10%	6%	-59%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-44%	>100%	N.m.	N.m.	>100%	-58%	-3%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	-43%	>100%	N.m.	N.m.	>100%	-60%	-3%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-33%	49%	N.m.	N.m.	N.m.	-59%	-3%
Bruttomarginal	15,0%	22,8%	14,6%	19,5%	6,5%	14,7%	41,1%	50,0%	50,0%
EBITDA-marginal	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,9%	28,4%	28,7%	25,9%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	16,2%	6,1%	11,7%	Neg.	3,9%	28,4%	28,7%	25,9%
EBIT-marginal	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,3%	27,7%	26,8%	24,2%
EBIT-marginal, justerad	4,0%	15,2%	5,8%	11,3%	Neg.	3,3%	27,7%	26,8%	24,2%
Vinst-marginal, justerad	2,5%	14,6%	6,5%	8,0%	Neg.	Neg.	22,4%	22,4%	20,2%

Källa: Eolus, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	27%	16%	21%	Neg.	Neg.	44%	14%	12%
ROCE, justerad	Neg.	23%	10%	22%	Neg.	8%	44%	15%	13%
ROIC, justerad	Neg.	47%	49%	68%	Neg.	10%	91%	36%	33%

Källa: Eolus, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	32%	41%	23%	17%	32%	32%	24%	70%	70%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	4%	1%	1%	3%	4%	3%	3%	3%
Leverantörsskulder / KSV	3%	26%	13%	8%	7%	13%	12%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	14%	72%	51%	24%	19%	25%	22%	29%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	40%	22%	-1%	28%	32%	29%	29%	75%	75%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,2x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x	1,4x	0,5x	0,5x

Källa: Eolus, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-258	-799	-946	-1 077
Soliditet	73%	43%	43%	57%	67%	54%	68%	76%	77%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,5x	-0,9x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,5x	-0,5x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,9x	-6,5x	-1,1x	22,3x	-2,8x	-1,1x	-3,1x	-3,7x

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	22,9	9,50	9,20
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,28	22,9	9,50	9,20
FCF per aktie	3,38	9,65	18,8	-20,1	-4,03	-7,91	23,5	7,89	7,52
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	63,1	70,6	77,5
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

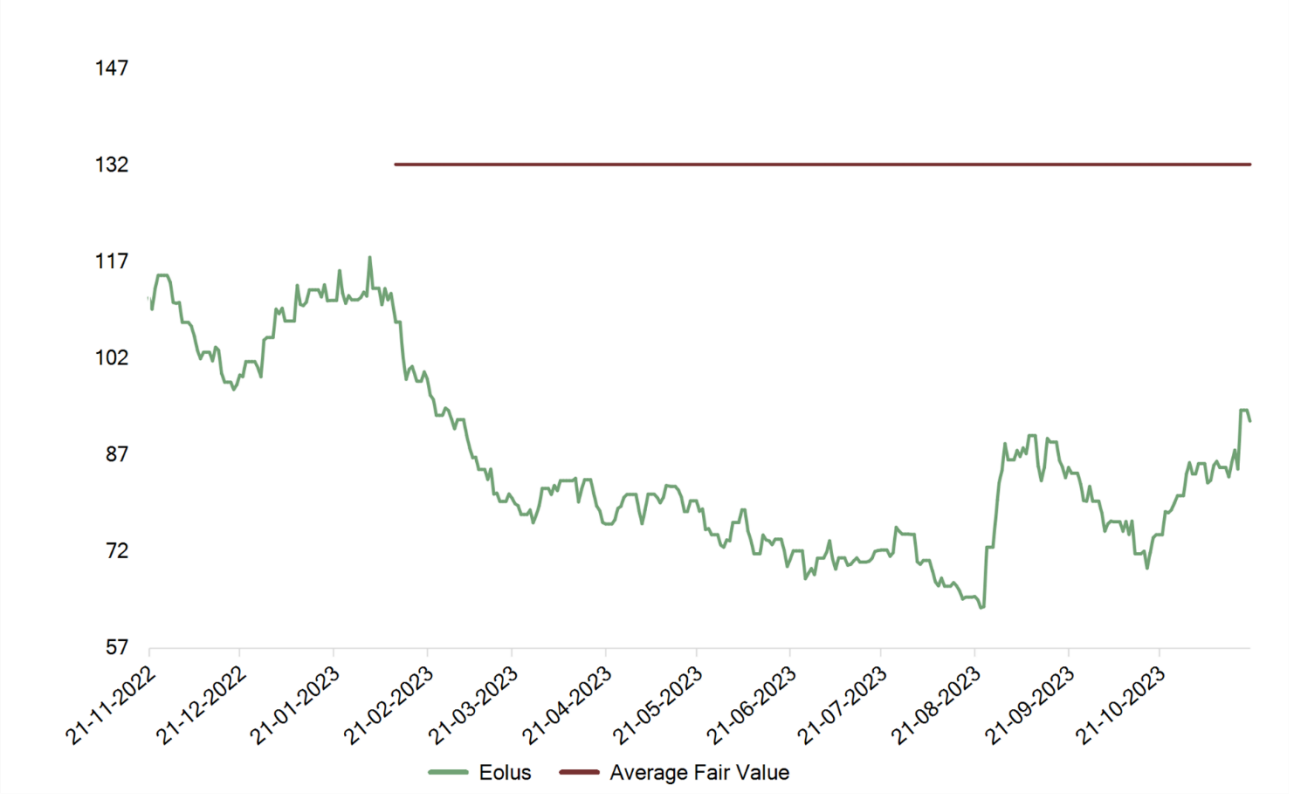
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,2x	5,8x	20,6x	29,7x	Neg.	Neg.	4,0x	9,7x	10,1x
P/EK	1,1x	1,4x	3,1x	5,7x	2,4x	2,5x	1,5x	1,3x	1,2x
P/FCF	8,7x	4,8x	5,8x	Neg.	Neg.	Neg.	3,9x	11,7x	12,3x
FCF-yield	11%	21%	17%	Neg.	Neg.	Neg.	25%	9%	8%
Direktavkastning	5,1%	3,2%	1,4%	0,8%	1,2%	1,4%	1,9%	2,2%	2,4%
Utdelningsandel, justerad	>100%	18,8%	28,1%	25,1%	-155,3%	-533,7%	7,6%	21,0%	24,5%
EV/Sales	0,5x	0,5x	0,9x	2,2x	1,1x	1,2x	0,9x	2,1x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	8,6x	3,3x	15,7x	19,4x	Neg.	31,4x	3,1x	7,4x	7,6x
EV/EBIT, justerad	13,3x	3,5x	16,3x	20,0x	Neg.	37,2x	3,2x	7,9x	8,2x
EV	571	734	1 932	5 592	2 922	2 862	2 252	2 252	2 252
Aktiekurs	29,6	46,2	110	237	124	92,6	92,6	92,6	92,6

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 (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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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