



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förnyelsebar energi | Sverige | 26 augusti 2023

Eolus

Rekordkvartal i Q2'23

Rekordkvartal efter projektförsäljningar och milstolpebetalning

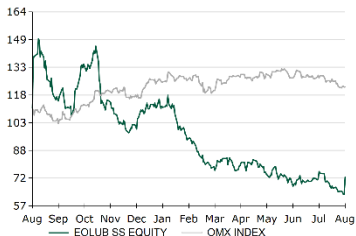
Eolus rapporterade ett rekordstarkt Q2'23 med en EBIT på 517 mkr (220) och en försäljning på 1,7 mdkr (1,5 mdkr). För H1 uppgick EBIT till 506 mkr (62 mkr). Orsaken till det starka resultatet var dels en försäljning av Skallberget/Utterberget, Tjärnäs och Rosenskog för 1,4 mdkr på sammanlagt 125 MW, dels en milstolpebetalning för ett sol- och batterilagringsprojekt på 500 MW (för solenergi) och 250 MW (för batterilagring) i Arizona, USA. Kassaflödet var starkt och bolaget redovisade en nettokassa på 870 mkr vid utgången av kvartalet.

Q2'23 visar att bolaget har en god förmåga att skapa värde

Det starka kvartalet visar att Eolus kan skapa stora värden, vilket har ifrågasatts av marknaden efter det olyckliga projektet Öyefjellet, som innebar svaga resultat i både 2021 och 2022. Samtidigt blir det uppenbart att enskilda kvartal fortsätter, och kommer att fortsätta att visa stora variationer beroende på när projektförsäljningar realiserar. Projektportföljen växte ytterligare med 969 MW och uppgår nu till 25,5 GW. Därmed skiljer det allt mindre mellan Eolus och OX2 vad gäller storleken på projektportfölj, 25,5 GW för Eolus jämfört med 32,5 GW för OX2. Även om OX2-aktien har haft en svag utveckling på senare tid, framstår värderingsskillnaden mellan bolagen som förvånande.

Höjda prognoser för 2023 och ny värderingsmetodik ger oförändrat motiverat värde på 130-135 kr per aktie

Vi höjer våra prognoser för 2023e väsentligt efter det starka kvartalet, men lämnar nästkommande år relativt oförändrade. Vi har lämnat vår DCF-baserade ansats och tillämpar nu 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. Sammantaget ger detta ett oförändrat motiverat värde på 130 - 135 kr / aktie.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	130 - 135 SEK												
Totala intäkter	>100%	5,0%	-8,1%	Totala intäkter	2 393	2 546	1 056	1 136	Aktiekurs	73,0 SEK												
EBIT, just.	>100%	-3,5%	-8,8%	Tillväxt	-10%	6%	-59%	8%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	>100%	-3,6%	-9,0%	EBITDA, just.	91	723	303	295	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	77	706	283	275														
Q3 - rapport	17 november 2023			EPS, just.	-0,3	23,6	9,5	9,2														
Q4 - rapport	15 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	-60%	-3%														
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	41,9	63,8	71,3	78,2														
Antal aktier	25m			Utdelning per aktie	1,5	1,8	2,0	2,3														
Börsvärde	1 818			EBIT-marginal	3,3%	27,7%	26,8%	24,2%														
Nettoskuld	-870			ROE, just.	Neg.	44,6%	14,1%	12,3%														
EV	1 009			ROCE, just.	7,6%	43,7%	14,5%	12,9%														
Free float	84%			EV/Sales	1,0x	0,4x	1,0x	0,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	41k			EV/EBITDA	26,7x	1,4x	3,3x	3,4x														
Bloomberg Ticker	EOLUB SS EQUITY			EV/EBIT	31,6x	1,4x	3,6x	3,7x														
Analytiker				P/E, just.	-	3,1x	7,7x	7,9x	Intressekonflikter <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		✓																				
Örjan Rödén				P/EK	2,5x	1,1x	1,0x	0,9x														
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	1,4%	2,4%	2,7%	3,1%														
				FCF yield	-	45%	18%	12%														
				Nettoskuld/EBITDA	-2,8x	-1,4x	-4,3x	-4,9x														

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 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

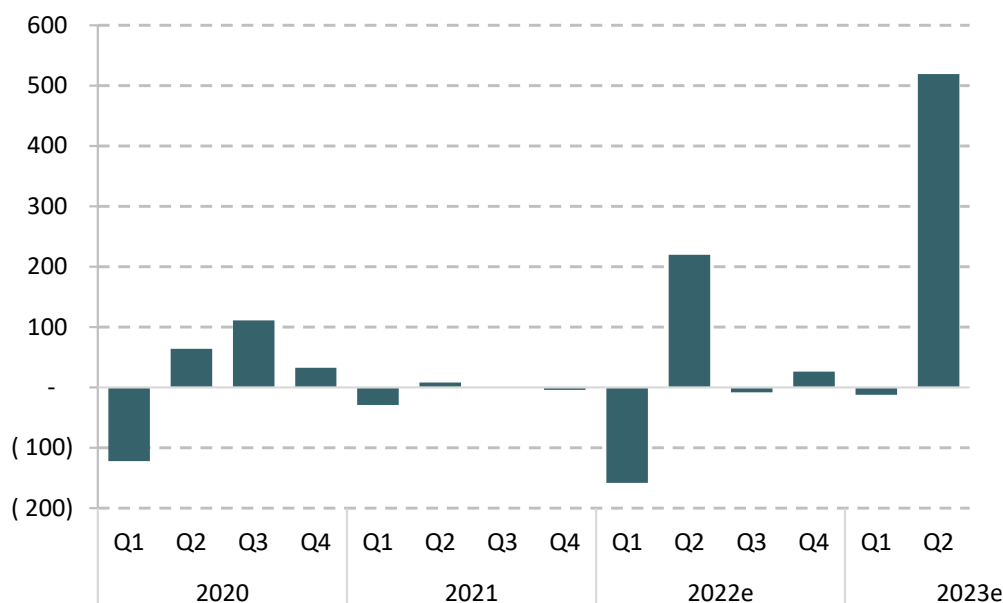
Vi värderar Eolus enligt en multipelbaserad ansats. Då Eolus uppvisar stora variationer i intjäningsförmåga, inte endast mellan kvartal, utan även mellan år, har vi valt att applicera vår målmultipel på genomsnittet av EBIT för perioden 2020a-2025e. Vi sätter en målmultipel 10,5x för EV/EBIT, vilket 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 en rekordstark Q2'23 med en EBIT på 517 mkr (220) och en försäljning på 1,7 mdkr (1,5 mdkr). För H1 uppgick EBIT till 506 mkr (62 mkr). Orsaken till det starka resultatet var dels en försäljning av Skallberget/Utterberget, Tjärnäs och Rosenskog för 1,4 mdkr på sammanlagt 125 MW, dels en milstolpebetalning för ett sol- och batterilagringsprojekt på 500 MW (för solenergi) och 250 MW (för batterilagring) i Arizona, USA. Kassaflödet var starkt och bolaget redovisade en nettokassa på 870 mkr vid utgången av kvartalet.

Det starka kvartalet visar att Eolus kan skapa stora värden, vilket har ifrågasatts av marknaden efter det olyckliga projektet Öyefjellet, som innebar svaga resultat i både 2021 och 2022. Samtidigt blir det uppenbart att enskilda kvartal fortsätter, och kommer att fortsätta visa stora variationer beroende på när projektförsäljningar realiserar.

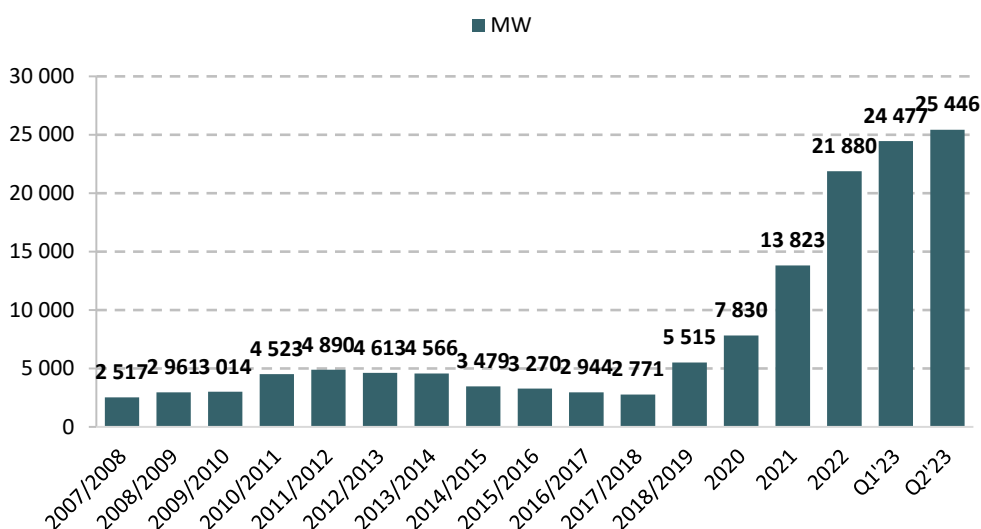
EBIT, kvartalsvis



Källa: Bolaget, EPB

Projektförteckningen växte ytterligare med 969 MW och uppgår nu till 25,5 GW. Därmed skiljer det allt mindre mellan Eolus och OX2 vad gäller storleken på projektförteckning, 25,5 GW för Eolus jämfört med 32,5 GW för OX2, med en skillnad på företagsvärde (marknadsvärde – nettokassa) på 14x. Även om OX2-aktien har haft en svag utveckling på senare tid, framstår värderingsskillnaden mellan bolagen som förvånande.

Eolus projektförteckning



Källa: Bolaget, EPB

Värdering och prognoser

Vi höjer våra prognoser för 2023e väsentligt efter det starka kvartalet, men lämnar nästkommande år relativt oförändrade. Vi har lämnat vår DCF-baserade ansats och tillämpar nu 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 oförändrat motiverat värde på 130 - 135 kr / aktie.

Beräkning motiverat värde		Känslighetsanalys motiverat värde			
EBIT genomsnitt 2020a-2025e	266				
Motiverad multipel	10,5				
Företagsvärde	2 795				
Nettokassa	870				
Nettovärde	3 665				
Aktier	24,9				
Värde per aktie	147				
Rabatt/premium	-10%				
Bas för motiverat värde	132				
Motiverat värde	130-135				

Källa: EPB, FactSet

DCF- Sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 848	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	715	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	20,0%
Företagsvärde (EV)	2 564	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	-870	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	35,0%
Eget kapital	3 434			Skattesats	20,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	25				
Eget kapital per aktie	138				

Källa: EPB

DCF - Känslighetsanalys

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal						
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	
WACC	10,0%	152	154	157	159	163	10,0%	135	146	157	167	178
	11,0%	143	144	146	148	151	11,0%	128	137	146	155	165
	12,0%	135	136	138	139	141	12,0%	122	130	138	146	154
	13,0%	129	130	131	132	133	13,0%	117	124	131	138	146
	14,0%	124	125	125	126	127	14,0%	112	119	125	132	138

Källa: 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	-15	-5	-5
Resultat före skatt	37	204	116	183	-40	107	691	278	270
Resultat före skatt, justerad	37	204	116	183	-40	107	691	278	270
Total skatt	-10	-5	17	16	16	8	-104	-42	-40
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	-122	0	0	-
Nettoresultat	27	199	133	199	-24	-7	588	237	229
Nettoresultat, justerad	27	199	133	199	-24	-7	588	237	229
Intäktsstillväxt	-	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	23,6	9,50	9,20
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-33%	49%	N.m.	N.m.	N.m.	-60%	-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	-21	-24	-25
Förändringar i rörelsekapital	36	32	487	-689	-75	-142	129	71	-38
Kassaflöde från den operationella verksamheten	91	242	567	-484	-96	-192	815	331	211
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	810	329	209
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	766	279	153
Nettoskuld	-168	-419	-800	-305	-439	-258	-1 024	-1 303	-1 456

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	637	528	568
Kundfordringar	26	53	25	16	71	95	64	26	28
Övriga omsättningstillgångar	181	350	346	561	287	323	204	84	91
Likvida medel och kortfristiga placeringar	202	740	1 103	691	625	568	1 334	1 613	1 766
Summa omsättningstillgångar	753	1 718	1 947	1 697	1 826	1 758	2 238	2 252	2 453
SUMMA TILLGÅNGAR	901	1 895	2 058	1 808	1 885	1 919	2 387	2 383	2 567
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	658	814	888	1 037	984	983	1 527	1 714	1 887
Minoritetsintressen	2	2	2	-1	280	61	61	61	61
Summa eget kapital	660	816	890	1 036	1 264	1 044	1 588	1 775	1 948
Långfristiga räntebärande skulder	13	156	152	135	21	231	231	231	231
Övriga långfristiga skulder	86	86	7	93	83	77	158	161	162
Summa långfristiga skulder	99	242	160	228	104	308	389	392	393
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	2 387	2 383	2 567

Källa: Eolus, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	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.	-60%	-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.	23,1%	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.	45%	14%	12%
ROCE, justerad	Neg.	23%	10%	22%	Neg.	8%	44%	14%	13%
ROIC, justerad	Neg.	47%	49%	68%	Neg.	10%	>100%	55%	57%

Källa: Eolus, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	32%	41%	23%	17%	32%	32%	25%	50%	50%
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%	23%	48%	48%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,2x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x	1,3x	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	-1 024	-1 303	-1 456
Soliditet	73%	43%	43%	57%	67%	54%	67%	74%	76%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,5x	-0,9x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,6x	-0,7x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	-2,5x	-1,9x	-6,5x	-1,1x	22,3x	-2,8x	-1,4x	-4,3x	-4,9x

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	23,6	9,50	9,20
EPS, justerad	1,09	7,99	5,33	7,97	-0,97	-0,28	23,6	9,50	9,20
FCF per aktie	3,38	9,65	18,8	-20,1	-4,03	-7,91	32,5	13,2	8,40
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	63,8	71,3	78,2
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

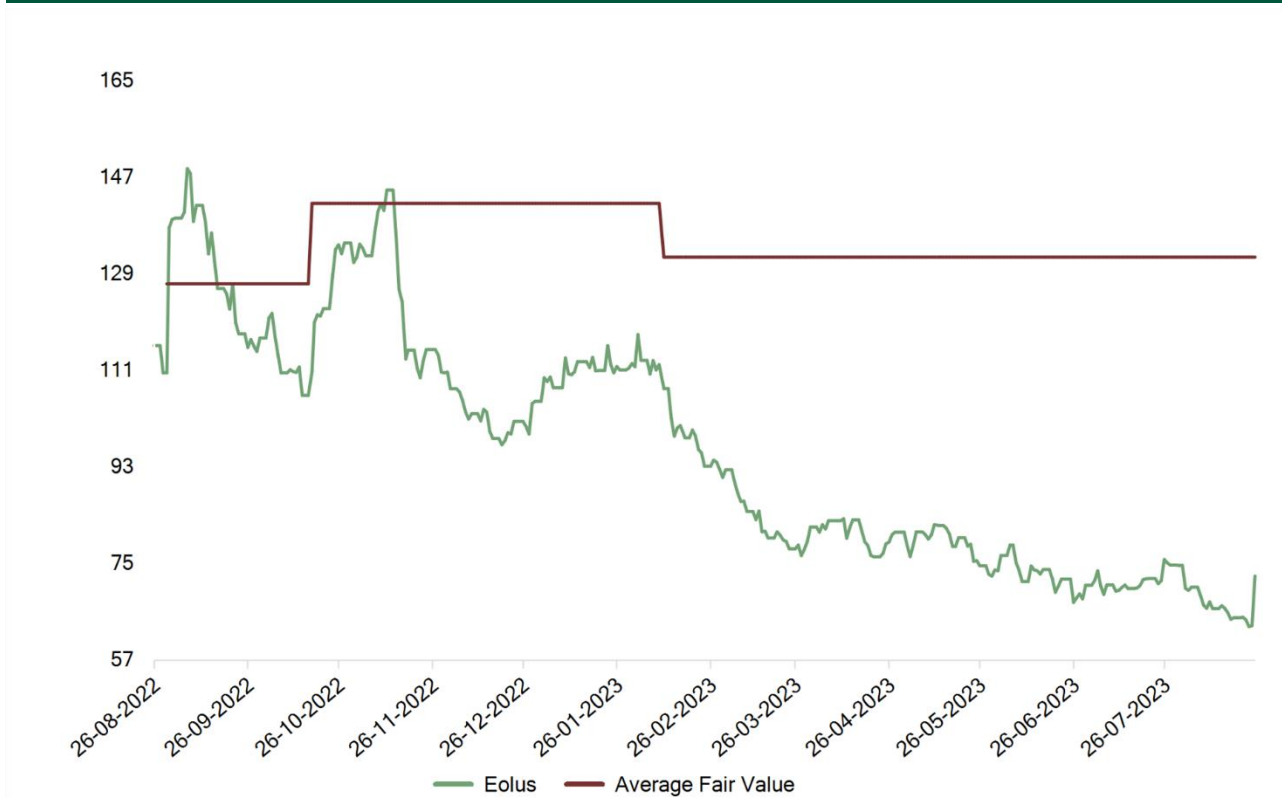
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	27,2x	5,8x	20,6x	29,7x	Neg.	Neg.	3,1x	7,7x	7,9x
P/EK	1,1x	1,4x	3,1x	5,7x	2,4x	2,5x	1,1x	1,0x	0,9x
P/FCF	8,7x	4,8x	5,8x	Neg.	Neg.	Neg.	2,2x	5,5x	8,7x
FCF-yield	11%	21%	17%	Neg.	Neg.	Neg.	45%	18%	12%
Direktavkastning	5,1%	3,2%	1,4%	0,8%	1,2%	1,4%	2,4%	2,7%	3,1%
Utdelningsandel, justerad	>100%	18,8%	28,1%	25,1%	-155,3%	-533,7%	7,4%	21,0%	24,5%
EV/Sales	0,5x	0,5x	0,9x	2,2x	1,1x	1,0x	0,4x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	8,6x	3,3x	15,7x	19,4x	Neg.	26,7x	1,4x	3,3x	3,4x
EV/EBIT, justerad	13,3x	3,5x	16,3x	20,0x	Neg.	31,6x	1,4x	3,6x	3,7x
EV	571	734	1 932	5 592	2 922	2 433	1 009	1 009	1 009
Aktiekurs	29,6	46,2	110	237	124	106	73,0	73,0	73,0

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 fransäger 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