



Arise

Fortsatta projektförsäljningar och elsäkringar stöttar resultatet

Vi justerar ner våra prognoser för 2023e och flyttar den försäljningen till 2024e och 2025e och då vi tidigare hade antagit att hela köpeskillnaden för Fasikan skulle infalla under 2023, men nu kommer att komma mer utspritt. Givet lägre elpriser sänker vi även intäkter från egen produktion något. Vi behåller vårt motiverade värde, baserat på en DCF kalkyl. Projektportföljen uppgår till 5900 MW, 6800 MW inklusive de förändringar som har skett efter kvartalet. Enbart den egna produktionen har ett beräknat marknadsvärde (av externa parter) på ca 1,6 mdkr, vilket ger ett tydligt implicit negativt värde på projektportföljen. Vi har även lagt in återköpsprogrammet i våra beräkningar.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	59,0 - 63,0 SEK	
Totala intäkter	-19,6%	5,2%	0,0%	Totala intäkter	1 169	398	545	535	Aktiekurs	34,0 SEK	
EBIT, just.	-41,3%	9,0%	0,0%	Tillväxt	>100%	-66%	37%	-2%	Riskenivå	Låg	
EPS, just.	-47,1%	19,7%	9,8%	EBITDA, just.	850	208	361	307	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	789	144	297	243			
Q4 - rapport	15 februari 2024			EPS, just.	17,3	2,9	6,9	5,7			
Q1 - rapport	07 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	>100%	-83%	>100%	-18%			
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	36,2	36,0	43,6	48,1			
Antal aktier	43m			Utdelning per aktie	1,0	1,1	1,2	1,4			
Börsvärde	1 449			EBIT-marginal	67,8%	36,2%	54,6%	45,4%			
Nettoskuld	363			ROE, just.	67,4%	7,9%	17,1%	12,4%			
EV	1 812			ROCE, just.	40,7%	5,6%	11,4%	8,6%			
Free float	57%			EV/Sales	1,7x	5,0x	3,5x	3,6x			
Daglig handelsvolym, snitt	49k			EV/EBITDA	2,4x	9,5x	5,3x	6,2x			
Bloomberg Ticker	ARISE SS EQUITY			EV/EBIT	2,6x	13,7x	6,4x	7,8x			
Analytiker				P/E, just.	2,9x	11,7x	4,9x	6,0x			
Örjan Rödén				P/EK	1,4x	0,9x	0,8x	0,7x			
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	2,0%	3,2%	3,5%	4,0%			
				FCF yield	32%	-18%	18%	16%			
				Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	2,1x	0,7x	0,2x			
									Intressekonflikter		
									Yes	No	
									Likviditetsgarant	✓	
									Certified adviser		✓
									Transaktioner 12m		✓

Investment case

Förnyelsebar energi har blivit konkurrenskraftig ekonomiskt och möjliggör snabb utbyggnad av kapacitet: Förnybar energi har de senaste åren gått från att enbart vara en bra investering för miljön, till att även bli en bra investering ekonomiskt. Idag är sol- och vindenergi ett av de billigaste produktionsalternativen för el, och de flesta bedömare räknar med att energislagen, relativt andra energislag, kommer vara ännu billigare år 2050. Sol- och vindenergi är dessutom de enda kraftslagen som i närtid kan addera produktionskapacitet till rimliga kostnader.

Den gröna omställningen gynnar Arise: Världen står inför en total energiomställning till ett koldioxidfritt samhälle. 2020 var historiskt då både USA, Kina och Europa nu har väldigt ambitiösa och omfattande klimatmål. För att minska utsläppen behövs koldioxidfria energikällor likt sol- och vindkraft. Vi bedömer att Arise kommer att kunna kapitalisera på omställningen som bör pågå i många decennier framöver.

Stark pipeline närmaste åren och ökad stabilitet från egen produktion: Arises projektpipeline i sen utvecklingsfas fram till år 2024/25 består av ca 700 MW, inklusive den justerade andelen av den nyligen förvärvade finska portföljen i Pohjan Voima. Givet att projekten inbringar intäkter i linje med historiken (1–2 mkr i resultatbidrag per MW), utöver resultatbidraget från byggnationen av Kolvallen, kommer bolaget att uppvisa en stark tillväxt och god lönsamhet. I kombination med den egna vindkraftsproduktionen, som givet dagens elpriser ger ett stabilt och starkt underliggande resultat, ser vi en betydligt bättre stabilitet och lönsamhet jämfört med historien.

Kommer ta en större del av värdekedjan: Arise har förbättrat sin balansräkning under senare år och den trenden kommer sannolikt att fortsätta. Vi förväntar oss goda kassaflöden från realiseringen av projektportföljen och den egna produktionen. Vi bedömer att Arise kommer att utnyttja det ökade finansiella utrymmet till att ta en större del av värdekedjan. Istället för att som idag leverera projekt med beteckningen "RTB" (Ready-to-Build) kommer bolaget mer gå mot att leverera nyckelfärdiga projekt, och därmed stå för hela byggprojekteringen. Detta minskar risken för kunden, vilket bör leda till högre projektmarginaler.

Bolagsprofil

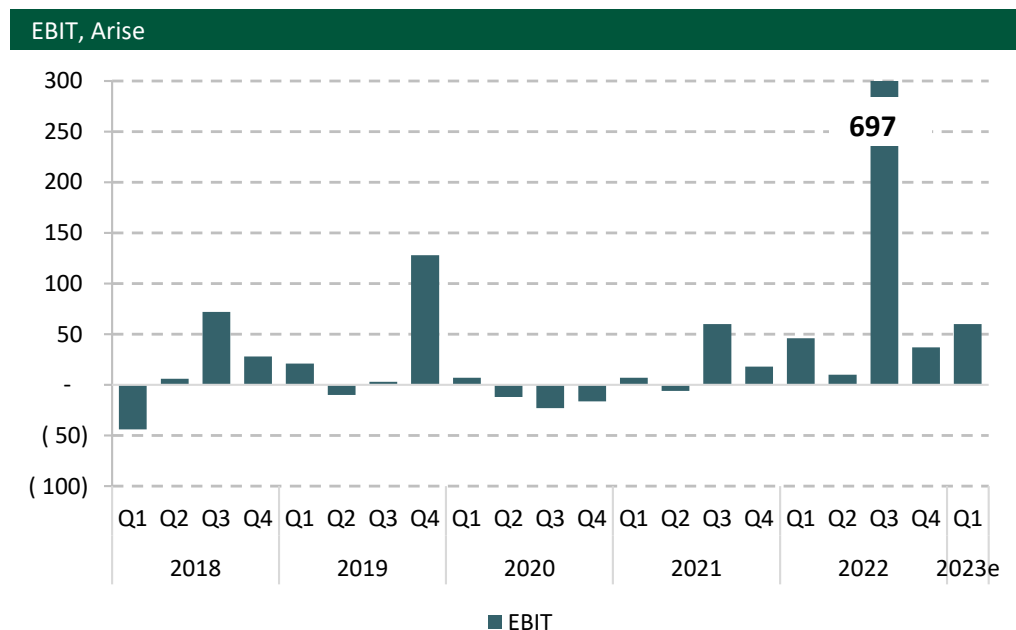
Arise är en kombinerad projektutvecklare och kraftproducent. Bolaget är verksamt i Sverige, UK och Polen, och fokuserar på vindenergi, solenergi och batterilagring. Den egna produktionen är förlagd till södra Sverige, där elpriserna förväntas bli fortsatt höga under den närmaste tiden.

Värdering

Vi har värderat aktien med en DCF-modell med 10 % WACC vilket ger ett värde om 62 kr per aktie. Vi är inne i en exceptionell period på energimarknaden med elpriser som sannolikt inte är uthålliga. Dessutom är tillståndprocesserna för vindkraft i Sverige tyvärr ett hinder mot långsiktig utveckling. Vi extrapolerar därför inte dagens starka intjäning fullt ut för att ta höjd för dessa osäkerheter. Vi bedömer risken som låg givet stabilitet i egen vindproduktion, en bred projektportfölj och en bra balansräkning.

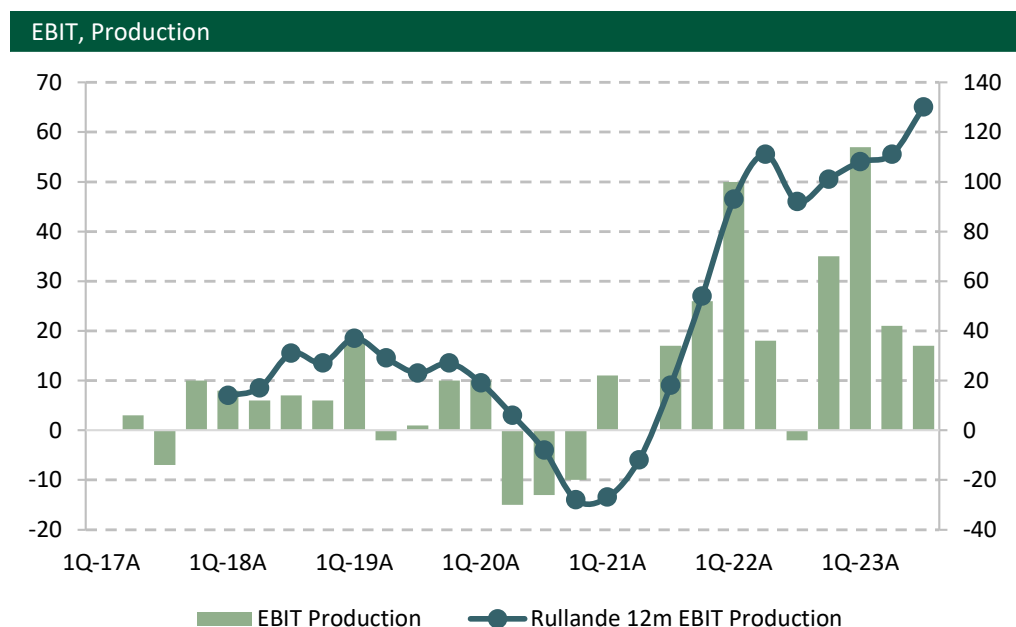
Kvartalet i korthet

Arise rapporterade en solid Q3'23. EBIT var 43 mkr (697), klart lägre y/y, men Q3'22 präglades av den exceptionellt goda försäljningen av projekt Kolvallen.



Källa: Bolaget, EPB

EBIT inom Production fortsatte att utvecklas starkt, 17 mkr (-2 mkr) trots svaga vindar och svajiga spotpriser. På LTM uppgår nu EBIT till 130 mkr, och EBITDA till drygt 190 mkr, tack vare goda prissäkringar. Med marginella investeringsbehov är nu kassaflödet starkt från Production, och kommer att öka framöver när Lebo och Kolvallen tas i produktion.



Källa: Bolaget, EPB

Bolaget har även prissäkrat på goda nivåer för 2024e, vilket borgar för goda resultat framöver. Från Development bidrog återupptagen vinstavräkning från Skaftåsen i kvartalet.

Värdering

DCF, sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 355	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	1 639	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	45,0%
Företagsvärde (EV)	2 994	Småbolagspremie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	363	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	0,0%
Eget kapital	2 631			Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	43				
Eget kapital per aktie	62				

Källa: Bolaget, EPB

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			40,0%	42,5%	45,0%	47,5%	50,0%
WACC	9,0%	65	69	73	78	84	WACC	9,0%	66	70	73	76	80
	9,5%	60	63	67	71	76		9,5%	61	64	67	70	73
	10,0%	56	58	62	65	69		10,0%	56	59	62	64	67
	10,5%	52	54	57	60	64		10,5%	52	54	57	60	62
	11,0%	48	50	53	55	59		11,0%	48	50	53	55	57

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	257	343	454	130	341	1 164	398	545	535
Övriga rörelseintäkter	5	0	1	0	2	5	0	0	0
Totala intäkter	262	343	455	130	343	1 169	398	545	535
Bruttoresultat	262	343	455	130	343	1 169	398	545	535
Övriga rörelsekostnader	-138	-152	-235	-97	-200	-319	-190	-183	-228
EBITDA	124	191	220	33	143	850	208	361	307
EBITDA, justerad	124	191	220	33	143	850	208	361	307
Avskrivningar	-230	-72	-76	-70	-64	-61	-64	-64	-64
EBITA, justerad	-106	118	144	-37	79	789	144	297	243
EBIT	-106	118	144	-37	79	789	144	297	243
EBIT, justerad	-106	118	144	-37	79	789	144	297	243
Finansnetto	-73	-90	-375	-71	-21	-17	-20	0	0
Resultat före skatt	-179	28	-231	-108	58	772	124	297	243
Resultat före skatt, justerad	-179	28	-231	-108	58	772	124	297	243
Total skatt	-1	-7	-2	0	-1	0	0	-15	-12
Nettoresultat	-180	21	-233	-108	57	772	124	283	231
Nettoresultat, justerad	-180	21	-233	-108	57	772	124	283	231
Intäktstillväxt	-	31%	33%	-71%	>100%	>100%	-66%	37%	-2%
Bruttomarginal	>100%	100,0%	>100%	100,0%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	36,2%	54,6%	45,4%
EPS, justerad	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	2,91	6,95	5,68
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	-83%	>100%	-18%

Källa: Arise, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-106	118	144	-37	79	789	144	297	243
Övriga kassaflödesposter	157	-23	250	-1	39	139	44	49	52
Förändringar i rörelsekapital	-23	-70	129	38	-68	-41	-36	-23	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	28	25	523	0	50	887	152	323	297
Investeringar i anläggningstillgångar	-60	-33	-66	-34	-124	-176	-415	-75	-80
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-60	-33	-66	-34	-124	-176	-415	-75	-80
Fritt kassaflöde	-32	-8	457	-34	-74	711	-263	248	217
Förvärv och avyttringar	38	27	79	0	94	1	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	2	0	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	-154	-104	47	-236	-18	507	-45	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-44	-45	-49
Övriga poster	0	0	-5	-5	-18	-43	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-116	-77	123	-241	58	465	-89	-45	-49
Kassaflöde	-148	-85	580	-275	-16	1 176	-352	204	168
Nettoskuld	983	1 041	570	541	505	-211	443	239	72

Källa: Arise, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	25	25	165	165	165
Materiella anläggningstillgångar	1 878	1 812	1 322	1 276	1 223	1 218	1 616	1 627	1 643
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	50	190	190	190	190
Summa anläggningstillgångar	1 878	1 812	1 322	1 276	1 298	1 433	1 971	1 982	1 998
Varulager	4	8	8	1	1	0	0	0	0
Kundfordringar	0	0	0	2	3	7	7	7	7
Övriga omsättningstillgångar	97	187	100	53	139	256	239	327	321
Likvida medel och kortfristiga placeringar	146	61	365	86	70	1 220	521	725	892
Summa omsättningstillgångar	247	256	473	142	213	1 483	767	1 059	1 220
SUMMA TILLGÅNGAR	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 916	2 738	3 041	3 218
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	843	824	698	703	676	1 616	1 536	1 774	1 956
Summa eget kapital	843	824	698	703	676	1 616	1 536	1 774	1 956
Långfristiga räntebärande skulder	1 079	922	932	609	370	925	880	880	880
Långfristiga leasingskulder	0	0	0	0	55	55	55	55	55
Övriga långfristiga skulder	0	46	46	47	49	62	62	62	62
Summa långfristiga skulder	1 079	968	978	656	474	1 042	997	997	997
Kortfristiga räntebärande skulder	50	180	3	18	146	27	27	27	27
Leverantörsskulder	153	96	116	26	23	49	17	23	23
Kortfristiga leasingskulder	0	0	0	0	4	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	15	188	180	159	218	214
Summa kortfristiga skulder	203	276	119	59	361	258	205	270	265
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 916	2 738	3 041	3 218

Källa: Arise, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	31%	33%	-71%	>100%	>100%	-66%	37%	-2%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	53%	15%	-85%	>100%	>100%	-76%	74%	-15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	22%	N.m.	N.m.	>100%	-82%	>100%	-18%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	-83%	>100%	-18%
Bruttomarginal	>100%	100,0%	>100%	100,0%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	48,3%	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	52,3%	66,3%	57,4%
EBITDA-marginal, justerad	48,3%	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	52,3%	66,3%	57,4%
EBIT-marginal	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	36,2%	54,6%	45,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	36,2%	54,6%	45,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	6,2%	Neg.	Neg.	16,6%	66,3%	31,2%	51,9%	43,2%

Källa: Arise, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	3%	Neg.	Neg.	8%	67%	8%	17%	12%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	Neg.	6%	41%	6%	11%	9%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	Neg.	6%	61%	9%	15%	12%

Källa: Arise, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	2%	2%	1%	0%	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	2%	1%	1%	2%	1%	1%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	51%	61%	>100%	81%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	29%	-2%	12%	-20%	3%	18%	17%	17%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,2x	0,3x	0,1x	0,3x	0,4x	0,2x	0,2x	0,2x

Källa: Arise, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	983	1 041	570	541	505	-211	443	239	72
Soliditet	40%	40%	39%	50%	45%	55%	56%	58%	61%
Nettoskuldsättningsgrad	1,2x	1,3x	0,8x	0,8x	0,7x	-0,1x	0,3x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	7,9x	5,5x	2,6x	16,4x	3,5x	-0,2x	2,1x	0,7x	0,2x

Källa: Arise, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	2,91	6,95	5,68
EPS, justerad	-5,38	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	2,91	6,95	5,68
FCF per aktie	-0,95	-0,23	13,6	-0,98	-1,93	15,9	-6,16	6,11	5,32
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,10	1,20	1,35
Eget kapital per aktie	25,3	24,7	20,8	20,3	17,5	36,2	36,0	43,6	48,1
Antal aktier vid årets slut, m	33,4	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	42,7	40,7	40,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	33,4	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	42,7	40,7	40,7

Källa: Arise, EPB

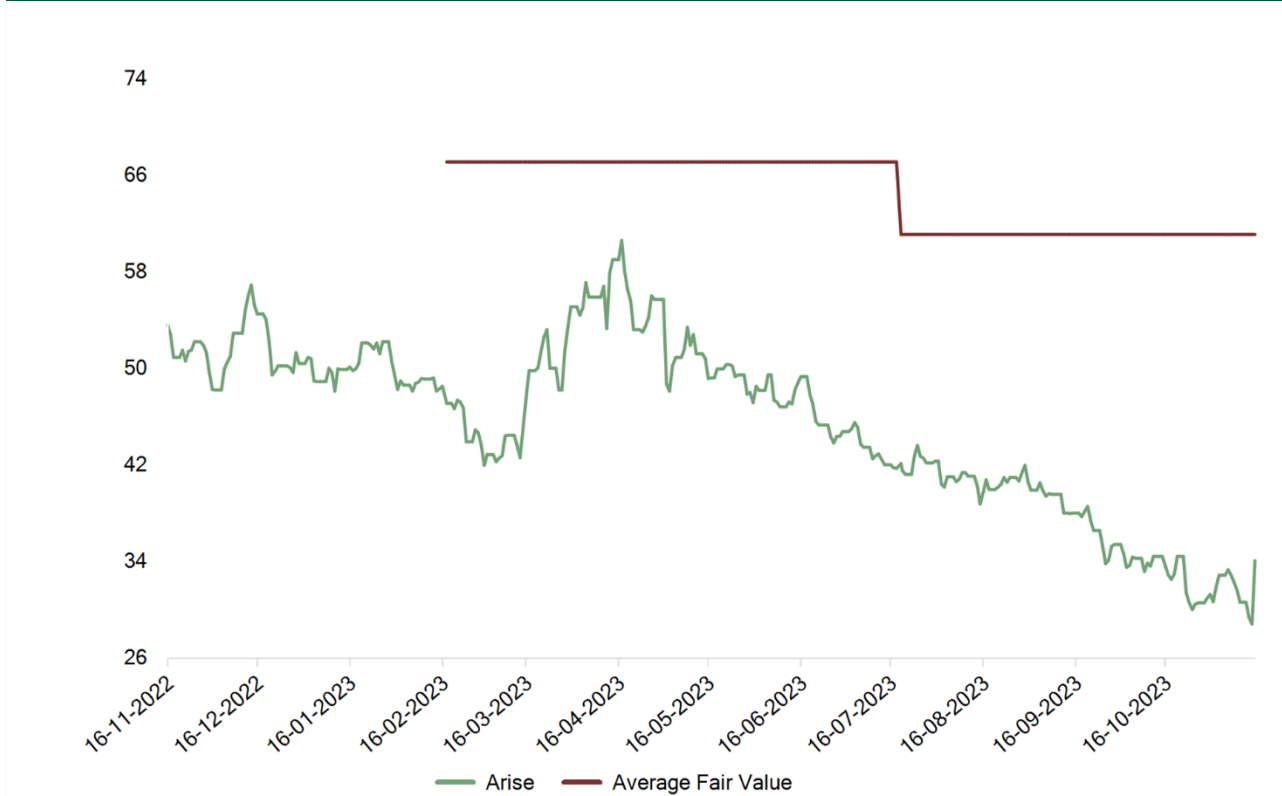
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	26,8x	Neg.	Neg.	31,1x	2,9x	11,7x	4,9x	6,0x
P/EK	0,5x	0,7x	1,4x	2,0x	2,6x	1,4x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	2,2x	Neg.	Neg.	3,2x	Neg.	5,6x	6,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	45%	Neg.	Neg.	32%	Neg.	18%	16%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	3,2%	3,5%	4,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	37,8%	17,3%	23,8%
EV/Sales	5,4x	4,7x	4,1x	14,9x	6,6x	1,7x	4,6x	3,2x	3,3x
EV/EBITDA, justerad	11,3x	8,4x	8,4x	58,9x	15,9x	2,4x	8,7x	4,8x	5,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	13,6x	12,9x	Neg.	28,8x	2,6x	12,6x	5,9x	7,2x
EV	1 410	1 608	1 853	1 943	2 268	2 036	1 812	1 744	1 744
Aktiekurs	13,0	17,0	30,1	40,5	45,7	34,0	34,0	34,0	34,0

Källa: Arise, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Arise (ARISE 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 rikt Kurs 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 informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se