



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 01 September 2022

Midsummer

Stark tillväxt och Italienexpansion fortgår

Fortsatt stark tillväxt i Q2'22 och expansion i Italien fortgår

Midsummer rapporterade en försäljning 13,1 (10,1) mkr, en tillväxt på 30%. Solcellstak växte med 27%. Den totala orderingen på 18 mkr innebar en tillväxt på 33%. EBIT på -50,3 mkr innebar emellertid en klar försämring mot föregående år (-32,8 mkr), då höga kostnader för den viktiga, och signifikanta utbyggnaden av produktionskapacitet i Italien löper på.

Svaga kassaflöden i närtid men stor utbetalning förväntas i november 2022

Den nya anläggningen i Italien, som utökar produktionskapaciteten (från 2 MW) med 50 MW per år, påverkar kassaflödet; under Q2'22 uppgick kassaflödet till -66,8 mkr. Ett positivt besked är dock att bolaget förväntar sig en betalning från den Italienska staten i november 2022 på EUR 22m, vilket innebär att balansräkningen bör återgå till att uppvisa styrka i närtid.

Motiverat värde 18-20 kr

Vi sänker motiverat värde något, till 18-20 (19-21) kr, för att spegla analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav på mindre bolag. Vi äsätter aktien en EV/S-multipel på 4, baserat på försäljningen 2025, diskonterat till nuvärde. EV/S-multipeln är i linje med bolag noterade i USA, som vi bedömer kommer att vara vägledande när bolaget betraktas som en stor regional aktör i och med att Italienexpansionen fullföljs.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk	
		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	18.0 - 20.0
Q3 report	11 nov 2022					Aktiekurs	SEK11.4
Q4 report	24 feb 2023					Riskenivå	High
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	94	146	151	369	
Antal aktier	68m	Tillväxt	31%	55%	3%	145%	
Börsvärde	772	EBITDA, mkr	(72.8)	(10.8)	(50.6)	43	
Nettoskuld	163	EBIT, mkr	(111)	(46)	(92)	9	
EV	935	EPS, justerad	(2.2)	(1.0)	(1.7)	(0.7)	
Free float	82%	EPS tillväxt	nm	nm	nm	nm	
Daglig handelsvolym, snitt	149(k)	EK/aktie	3.7	2.7	1.0	0.3	
Reuters/Bloomberg	MIDSU.ST/MIDS:SS	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	
		EBIT-marginal	(117.6)%	(31.7)%	(61.0)%	2.4%	
		ROE (%)	nm	nm	nm	nm	
		ROCE	nm	nm	nm	1.6%	
		EV/Sales	9.9x	6.4x	6.2x	2.5x	
		EV/EBITDA	(12.9)x	(86.7)x	(18.5)x	21.7x	
		EV/EBIT	(8.4)x	(20.2)x	(10.2)x	104.9x	
		P/E, justerad	(5.2)x	(11.4)x	(6.5)x	(17.2)x	
		P/EK	3.1x	4.2x	11.6x	35.5x	
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
		FCF yield	nm	(16.9)%	(32.1)%	(12.3)%	
		Nettosk./EBITDA	(0.8)g	(14.9)g	(7.1)g	10.1g	

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

orjan.roden@penser.se



Sammanfattning

Stark tillväxt och Italienexpansion fortgår

Investment Case

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

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

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

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

Bolagsprofil

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

Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4 baserat på försäljningen 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 9,8%. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor regional aktör och därmed värderas i linje med liknande företag. Med denna metod värderar vi Midsummer till 19 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 18-20 kr.

Kvartalet i korthet

Midsummer rapporterade en försäljning 13,1 (10,1) mkr, en tillväxt på 30%. Solcellstak växte med 27%. Den totala orderingen på 18 mkr innebar en tillväxt på 33%. EBIT på -50,3 mkr innebar en klar försämring mot föregående år (-32,8 mkr), då höga kostnader för den viktiga, och signifikanta utbyggnaden av produktionskapacitet i Italien löper på.

Enligt bolaget är kapaciteten i den svenska fabriken helt slutsåld till och med Q2'23 på grund av den starka efterfrågan, och bolaget tittar nu på att utöka produktionskapacitet i Sverige och, ett senare skede, i andra länder i Europa.

Den nya anläggningen i Italien, som utökar den produktionskapaciteten (från 2 MW) med 50 MW per år, påverkar kassaflödet; under Q2'22 uppgick kassaflödet till -65,8 mkr. Ett positivt besked är dock att bolaget förväntar sig en betalning från den Italienska staten i november på EUR 22m, vilket innebär att balansräkningen kommer att återgå till att uppvisa styrka i närtid.

Oförändrade prognoser

Vi lämnar våra prognoser oförändrade efter Q2'22-rapporten.

Värdering

Vi har valt att värdera Midsummer med en relativ modell. Aktier inom förnyelsebar energi är normalt sett högt värderade, vilket gör att metoden är att föredra. Som jämförelseobjekt har vi valt ett antal större solcellsbolag, med argumentet att Midsummer är på väg att utvecklas till en väsentlig regional aktör, med egenutvecklad teknologi, som inte bygger på kinesisk import och som har ett koldioxidavtryck som är absolut lägst av alla förnyelsebara energikällor med etablerad teknik och kommersiell framgång. Detta kompenserar för det faktum att vi jämför ett litet bolag noterat i Sverige med betydligt lägre marknadsvärde än dessa, mer etablerade konkurrenter.

Peer group:

Ticker	Market cap mkr	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Net debt / EBITDA			
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	
First Solar	FSLR-US	139 611	4,4x	3,4x	2,7x	425,9x	49,7x	16,2x	n/a	75,3x	23,0x	-12,1x	-1,9x	-1,4x
Azure Power Global	AZRE-US	2 961	5,7x	5,2x	n/a	9,2x	8,2x	n/a	4,5x	3,6x	n/a	4,5x	5,1x	n/a
Clearway Energy	CWEN-US	46 388	9,6x	9,3x	9,0x	31,8x	28,6x	26,1x	14,0x	30,9x	29,6x	5,5x	5,7x	5,7x
Sunrun	RUN-US	73 544	7,0x	6,6x	5,7x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	72,6x
SunPower	SPWR-US	44 984	2,6x	2,2x	1,9x	120,5x	33,7x	19,4x	126,4x	38,4x	24,6x	-0,5x	-1,2x	-1,6x
VivoPower	VVPR-US	256	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
SolarEdge	SEDG-US	164 131	5,0x	3,9x	3,2x	48,1x	27,0x	20,3x	50,6x	30,8x	24,4x	-1,8x	-1,7x	-1,9x
Canadian Solar	CSIQ-US	29 937	0,7x	0,6x	0,5x	15,6x	10,0x	9,5x	17,0x	10,9x	9,6x	2,6x	2,4x	1,8x
Medel		62 726	5,0x	4,5x	3,9x	108,5x	26,2x	18,3x	42,5x	31,6x	22,2x	-0,3x	1,4x	12,5x
Median		45 686	5,0x	3,9x	3,0x	39,9x	27,8x	19,4x	17,0x	30,8x	24,4x	1,0x	0,6x	0,2x

Source: Factset

Vår uppfattning är att marknaden alltmer kommer att värdera upp bolag som Midsummer, som arbetar med helt andra typer av barriärer, jämfört med traditionella solpanelsaktörer. Detta kommer dock att ta tid, och bygger självklart på att Midsummer lyckas med sin resa från en mindre, svensk aktör, till en väsentligt större europeisk spelare.

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4 baserat på försäljningen 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 9,8%. Denna WACC reflekterar analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav på mindre bolag. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA, med ett medelvärde på 5 avrundat nedåt. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor regional aktör och därmed värderas i linje med liknande bolag på övriga marknader.

Försäljning 2025e, mkr	583
EV/S multipel (medel av Peers, avr. nedåt)	4
Företagsvärde 2025e, mkr	2 332
Nettoskuld 2025e, mkr	-466
Aktievärde 2025e, mkr	1 867
WACC	9,8%
Diskonterat värde idag, mkr	1 286
Aktier, m	67,7
Värde per aktie	19

Källa: EPB

Känslighetsanalys multipelvärdering:

EV/S	WACC		
	8,8%	9,8%	10,8%
3	14	13	13
3,5	17	16	15
4	20	19	18
4,5	23	22	21
5	26	25	24

Källa: EPB

Värdering DCF inklusive känslighetsanalys:

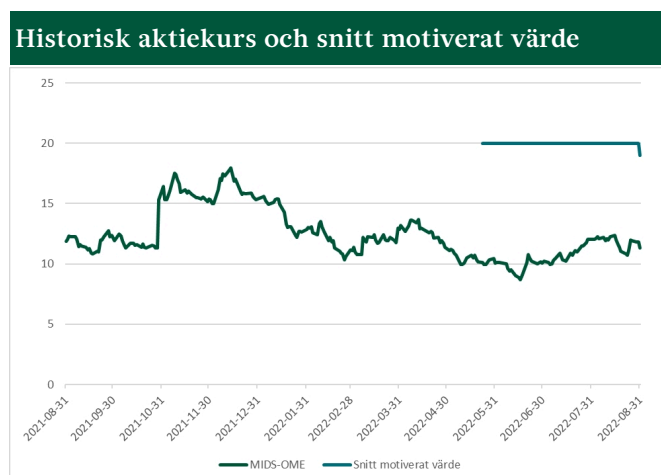
Valuation output				WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	130 401			Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	597 731			Risk premium	5,5%
Enterprise value	728 132			Extra risk premium	4,0%
Latest net debt	162 654			Beta	1,0
Minority interests & other	-			Cost of equity	12,0%
Equity value	565 478			Cost of debt (pre-tax)	8,0%
No. of shares outstanding (millions)	67 741,4			Tax rate	20%
Equity value per share (SEK)	8			Target debt/(debt + equity)	40%
				WACC	9,8%
Implicit multiples				Terminal value assumptions	
	2025	2026	2027	Long term growth rate	4,0%
EV/Sales	1,2	1,1	1,0	Long term EBIT margin	12,0%
EV/EBITDA	8	7	6	Depreciation (% of sales)	3,0%
EV/EBIT	12	10	9	Capex (% of sales)	3,0%
EV/NOPLAT	15	12	11	Working cap. (% of sales)	25%
				Tax rate	20%
Current Share price	9				
Upside / Downside %		-7%			

Källa: EPB

Sensitivity analysis						
WACC	Long-term growth rate					
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	
8,8%	10	11	12	13	15	
9,3%	8	9	10	11	13	
9,8%	7	8	8	9	10	
10,3%	6	6	7	8	9	
10,8%	5	5	6	6	7	

WACC	Long-term EBIT margin					
	7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%	
8,8%	6	9	12	15	18	
9,3%	5	7	10	13	15	
9,8%	4	6	8	11	13	
10,3%	3	5	7	9	11	
10,8%	2	4	6	8	10	

Vårt framräknade DCF-värde blir lägre än vårt framräknade värde baserat på relativvärdering.



Källa: Factset EPB

Resultaträkning, tkr

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net sales	184 468	71 954	94 406	146 230	150 778	368 933	583 093	640 202
Growth	Nm	-61%	31%	55%	3%	145%	58%	10%
Capitalised work on own account	13 845	23 562	24 868	21 834	21 862	21 846	29 155	32 010
Other operating income	2 857	23 513	16 995	101 906	12 000	12 000	17 493	19 206
Costs of goods sold	-107 153	-41 199	-91 969	-141 843	-75 389	-184 467	-291 547	-320 101
Gross profit	94 017	77 830	44 300	128 127	109 252	218 313	338 194	371 317
Cost of goods sold / Net sales	58%	57%	97%	97%	50%	50%	50%	50%
Other external costs	-18 627	-17 994	-33 968	-51 180	-52 772	-64 563	-102 041	-112 035
Staff costs	-65 905	-72 176	-78 118	-87 738	-107 053	-110 680	-145 773	-153 649
EBITDA	9 012	-50 043	-72 774	-10 792	-50 574	43 070	90 379	105 633
EBITDA margin	4,9%	-69,5%	-77,1%	-7,4%	-33,5%	11,7%	15,5%	16,5%
Depreciation	-32 108	-24 445	-38 226	-35 547	-41 390	-34 154	-31 462	-30 980
EBIT	-23 096	-74 488	-111 000	-46 338	-91 963	8 916	58 918	74 653
EBIIT margin	-12,5%	-103,5%	-117,6%	-31,7%	-61,0%	2,4%	10,1%	11,7%
Financial income	1 380,0	876,0	1 945,0	-	-	-	-	-
Financial costs	-13 733	-18 871	-21 175	-21 553	-26 553	-51 553	-25 777	-25 777
Pre-tax profit	-35 449	-92 483	-130 230	-67 892	-118 517	-42 638	33 141	48 877
Tax, actual	-4 843	-	719	-	-	-2 132	3 314	4 888
Net income	-40 292	-92 483	-129 511	-67 892	-118 517	-44 770	36 455	53 764
EO items, after tax	-	-	-	-	-	-	-	-
Net profit, adjusted	-40 292	-92 483	-129 511	-67 892	-118 517	-44 770	36 455	53 764
Net margin	-21,8%	-128,5%	-137,2%	-46,4%	-78,6%	-12,1%	6,3%	8,4%

Source: Company, EPB

Balansräkning, tkr

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Assets								
Fixed assets								
Intangible assets	31 434	45 436	53 249	78 839	105 225	123 672	152 827	184 837
Tangible assets	35 904	66 571	142 186	150 508	124 196	108 489	103 266	101 096
Right-of use assets	25 204	14 882	12 333	12 333	12 333	12 333	12 333	12 333
Financial fixed assets	40	40	40	40	40	40	40	40
Total Fixed assets	92 582	126 929	207 808	241 721	241 795	244 534	268 466	298 305
Current assets								
Inventories	23 732	26 682	30 384	33 042	73 115	120 623	184 467	204 083
Accounts receivable	6 464	22 767	22 782	28 322	43 869	60 311	110 680	116 619
Other current assets	117 862	126 405	71 101	66 084	102 361	105 545	73 787	116 619
Cash and cash equivalents	111 015	217 610	159 161	110 213	157 953	65 808	50 016	43 389
Total current assets	259 073	393 464	283 428	237 661	377 298	352 287	418 949	480 709
Total assets	351 655	520 393	491 236	479 381	619 093	596 821	687 415	779 015
Equity & liabilities								
Equity								
Equity	100 271	255 933	252 956	185 064	66 548	21 778	58 233	111 998
Total long-term liabilities								
Long-term interest-bearing liabilities	213 774	209 294	207 823	257 823	507 823	507 823	507 823	507 823
Long-term lease liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0
Other long-term liabilities	1 484	187	0	0	0	0	0	0
Long-term liabilities	215 258	209 481	207 823	257 823	507 823	507 823	507 823	507 823
Total current liabilities								
Current interest-bearing liabilities	8 154	6 331	7 710	7 710	7 710	7 710	7 710	7 710
Accounts payable	16 249	34 387	10 107	14 161	21 934	22 617	55 340	87 464
Other current liabilities	11 723	14 261	12 640	14 623	15 078	36 893	58 309	64 020
Total current liabilities	36 126	54 979	30 457	36 494	44 722	67 220	121 359	159 194
Total equity & liabilities	351 655	520 393	491 236	479 381	619 093	596 821	687 415	779 015

Source: Company, EPB

Kassaflödesanalys, tkr

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-23 096	-74 488	-111 000	-67 892	-118 517	-42 638	33 141	48 877
Paid tax/other	7 107	1 912	22 844	0	0	-2 132	3 314	4 888
Depreciation	0	0	0	35 547	41 390	34 154	31 462	30 980
Working capital	-56 889	-7 118	24 769	2 856	-83 668	-44 636	-28 315	-30 552
Cash flow from operations	-72 878	-79 694	-63 387	-29 489	-160 795	-55 252	39 602	54 193
Cash flow from investments								
Investments in fixed assets	-31 294	-29 081	-90 347	-43 869	-15 078	-18 447	-26 239	-28 809
Investments in intangible fixed assets	-13 895	-23 919	-25 000	-25 590	-26 386	-18 447	-29 155	-32 010
Cash flow from investments	-45 189	-53 000	-115 347	-69 459	-41 464	-36 893	-55 394	-60 819
Cash flow from financial activities								
Change in liabilities	0	0	0	50 000	250 000	0	0	0
New issue	0	247 963	125 870	0	0	0	0	0
New loans	190 561	-6 480	-535	0	0	0	0	0
Leasing debt	-14 832	-2 891	-6 363	0	0	0	0	0
Cash flow from financial activities	175 729	238 592	118 972	50 000	250 000	0	0	0
Change in cash and cash equivalents	57 662	105 898	-59 762	-48 948	47 741	-92 145	-15 792	-6 627
Cash and cash equivalents	111 015	217 610	159 161	110 213	157 953	65 808	50 016	43 389

Source: Company, EPB

Nyckeltal

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Omsättningstillväxt		-61%	31%	55%	3%	145%	58%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad		-655%	nm	nm	nm	nm	110%	17%
EPS-tillväxt, justerad		nm	nm	nm	nm	nm	nm	47%
Bruttomarginal	51%	108%	47%	88%	72%	59%	58%	58%
EBITDA-marginal (justerad)	5%	neg	neg	neg	neg	12%	16%	17%
EBIT-marginal (justerad)	neg	neg	neg	neg	neg	2%	10%	12%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	-5%	-10%	-10%

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	neg	neg	neg	neg	neg	91%	63%
ROCE, justerad	neg	neg	neg	neg	2%	11%	12%
ROIC	neg	neg	neg	neg	2%	12%	13%
Varulager / omsättning	37%	32%	23%	48%	33%	32%	32%
Rörelsekapital / omsättning	312%	156%	107%	170%	94%	83%	92%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,2x	0,3x	0,2x	0,6x	0,8x	0,8x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	110 913	-1 985	56 372	155 320	357 580	449 725	465 517	472 144
Soliditet	29%	49%	51%	39%	11%	4%	8%	14%
Nettoskuldsättningsgrad	111%	-1%	22%	84%	537%	2065%	799%	422%
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	0,0x	-0,8x	-14,4x	-7,1x	10,4x	5,2x	4,5x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS, rapporterad	-1,3	-2,7	-2,2	-1,0	-1,7	-0,7	0,5	0,8
EPS, justerad	-1,3	-2,7	-2,2	-1,0	-1,7	-0,7	0,5	0,8

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.

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 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