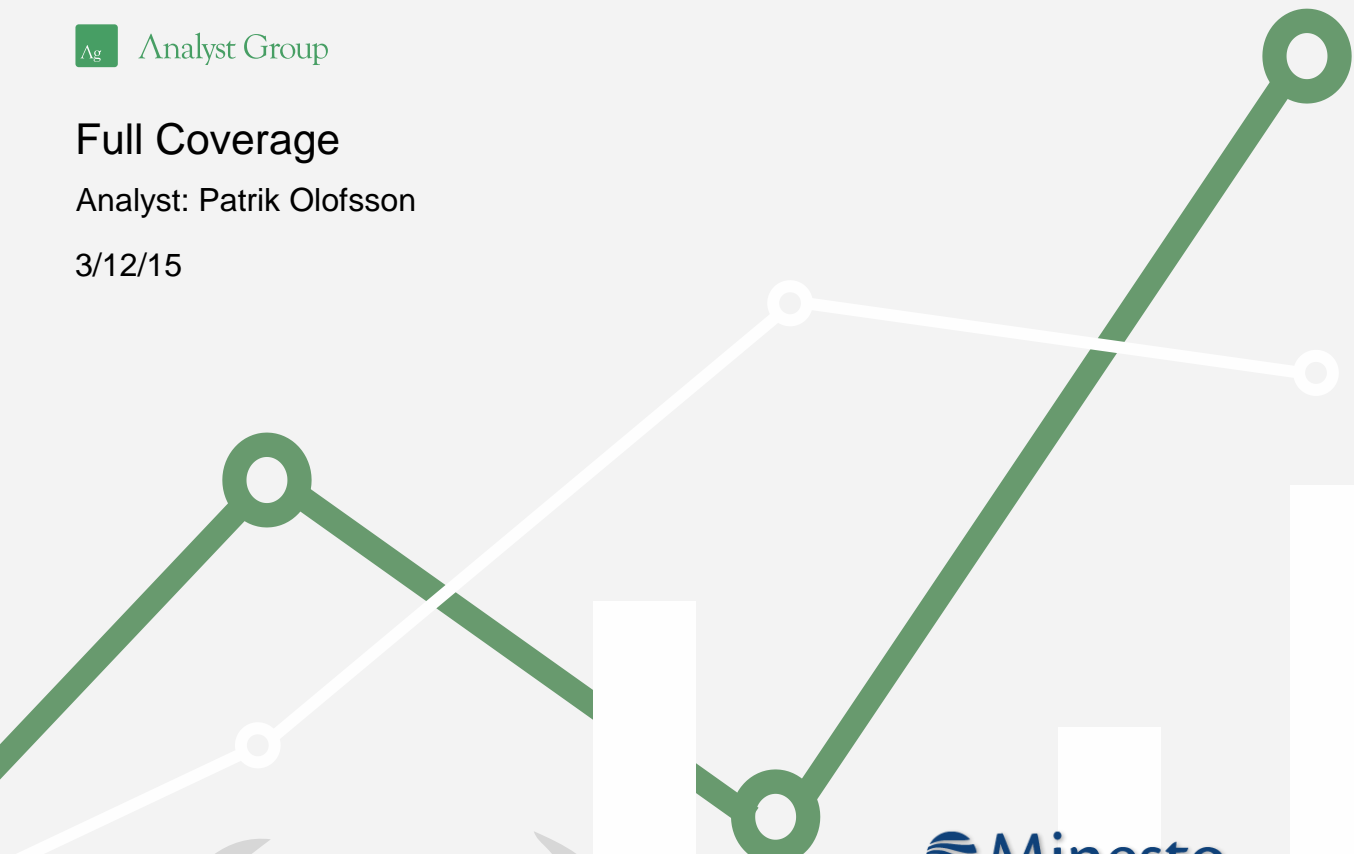


Full Coverage

Analyst: Patrik Olofsson

3/12/15

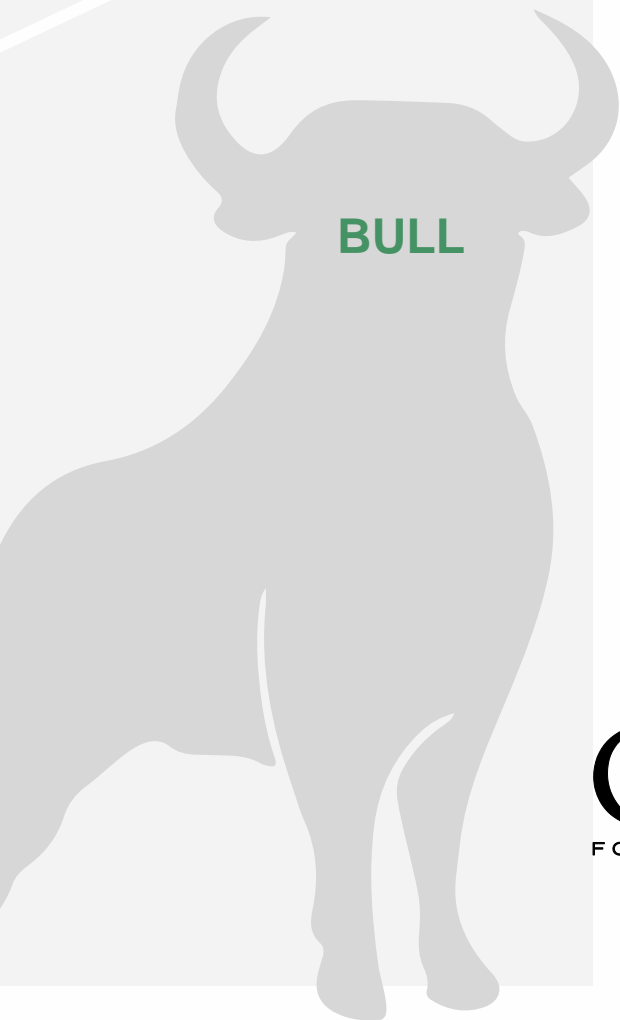


 **Minesto**

FULL COVERAGE

BULL

G&W
FONDKOMMISSION





- » **År 2010 rankade TIME Magazine Deep Green som en av världens 50 bästa uppfinningar.** Bolaget har nu noterats på First North och handlas till börsvärdet 415.9 Mkr med en nettokassa på cirka 95 Mkr och löften om ytterligare 150 Mkr i finansiering från EU-relaterade källor.
- » **Minesto är enligt GL Garrad Hassan, en världsledande konsult inom förnybar energi, unika** i att dess kraftverk Deep Green möjliggör kostnadseffektiv energitvinning ur långsamma tidvatten- och havsströmmar, en marknad som beräknas vara värd omkring 600 miljarder euro per år i elförsäljning.
- » **Ledning och styrelse inger ett starkt förtroende.** Exempelvis har VD varit med från start och sitter bland annat i styrelsen Marine Strategy Group in Renewable UK. CTO är rekryterad från Volvo AB där hon tidigare var chef för utvecklingen av drivlinor.
- » **Värderingen anses av oss vara attraktiv.** En enkel multipelanalys (P/S) mellan Minesto och andra high-tech bolag pekar på en uppsida på 259 % när aktien blir känd bland investerare.
- » **Vår bedömning är att riskerna främst består av försenad teknikutveckling eller att den kommersiella fasen fördröjs eller inte lyckas.** Detta skulle kunna leda till en utebliven tillväxt och på några års sikt kunna resultera i finansiella problem för Minesto.

ANALYTIKER	
Patrik Olofsson	patrik.olofsson@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Skeppargatan 41 114 52 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se

MINESTO	
Aktiekurs	6.75
v. 52 högsta / lägsta	11.30/6.85
Antal aktier	61 613 911
Börsvärde (MSEK)	415.9
Nettoskuld (MSEK)	-95.0
EV (MSEK)	320.9
Sektor	Energiteknik
Lista / kortnamn	First North/MINEST
Bokslut	2016-03-31

UTVECKLING	
1 månad	-6.16 %
3 månader	-6.16 %
1 år	-6.16 %
YTD	-6.16 %

HUVUDÄGARE	
BGA Invest AB	32.40 %
Midroc New Technology AB	22.60 %
Verdane Capital VI K/S	2.90 %
Saab Venture Aktiebolag	2.50 %
Chalmers Venture Creation	1.0 %

LEDNING	
CEO	Anders Jansson
Styrelseordförande	Martin Edlund

Aktiekurs 6.75	P/S	P/CF	P/E
2015E	N/A	5.4	-8.7
2016E	24.6	-5.7	-3.1
2017E	1.8	5.1	-4.7
2018E	2.0	160.0	-8.9
2019E	0.9	10.6	10.9

Value Drivers

Försäljning av geografiska licenser, avtal om testinstallationer, tekniska framsteg

Försäljning av ytterligare kraftparker

Kraftig marknadsdriven tillväxt

Ytterligare bidrag, avtal, publik debatt om klimatutveckling, klimatavtal i Paris i december

Försäljning och installation av den första kraftparken

Uppdragsanalys - Minesto

Content

Investment Thesis	4
Business Summary	5
Market	6
Management & Board	7
Management	8
Financial Forecasts	9
Valuation	10
Bull or Bear	11
Summary & Rating	12
CEO-Interview	13
SWOT Analysis	14
Triggers	15
Timeline	16
Financial Charts	17
Key Figures	18

Disclosure:

Patrik Olofsson – äger ej aktier i Minesto AB

Investment Thesis

År 2010 rankade TIME Magazine vattenkraftverket Deep Green som en av världens 50 bästa uppfinningar. Detta tolkar vi som att Minesto produkt håller en mycket hög teknisk nivå. Minesto noterades nyligen på First North Stockholm och genomförde i samband med detta en emission som övertecknades. Minestos ska expandera och förbereder sig nu för den första fullskaliga installationen av vattenkraftverket Deep Green vilket enligt Minesto ska ske under 2016-2017.

Den globalt adresserbara tidvatten- och havsströmsmarknaden värderas för Minesto till 600 miljarder euro/år i elförsäljning. Detta bedömer Minesto tillsammans med externa parter så som The Carbon Trust. Vidare bedöms Minestos Deep Green vara så unik att Minesto inledningsvis har en monopolsituation i en stor del av tidvattenmarknaden samt även vara den enda relevanta tekniken för att förvalta energi från havsströmmar.

Deep Green ska producera energi till låg kostnad. Den långsiktiga energikostnaden för Deep Green bedöms av bolaget understiga 100 euro/MWh senast år 2025. Kostnaden för konkurrenter inom tidvattensenergiteknik ligger idag i snitt på 200 euro/MWh. Minestos yttersta mål är att nå en energikostnad på under 60 euro/MWh, vilket skulle innebära en kostnad under all nuvarande energiproduktion offshore och som kan konkurrera med kostnaden för vindkraft på land. Ur en investeringssynpunkt är det därför viktigt att bevaka Minestos framtida energikostnader då nivån kommer avgöra försäljning, marknadstillväxt och vinstmarginaler. Noterbart är att på många marknader, exempelvis den brittiska, finns långgående stödprogram för el genererad från havsströmmar. Detta gör att Minestos kraftparker kan vara höglönsamma redan innan inlärningskurvan gjort att produktionspriserna är fullt ut kommersiellt gångbara. Vidare gällande installation, service och underhåll ska mindre transportbåtar kunna användas för Deep Green där dygnskostnaden för dessa är väsentligt lägre jämfört med konkurrerande teknik som kräver större fartyg. I det avseendet förväntas Minestos lösning ge en kostnadsbesparing för kunder på omkring 90 %.

Minesto har en stark finansiell position. Genom börsnoteringen har Minesto tillförts cirka 95 Mkr i kassan. Minesto har dessutom erhållit bidragslöften och investeringar på sammanlagt cirka 150 Mkr. Detta summerar till cirka 245 Mkr i investeringsbara medel, vilket kan ställas i relation till börsvärdet på 415.9 Mkr. Minesto har därmed en stark finansiell position samtidigt som det visar på att det finns ett förtroende från omvärlden för Minestos möjligheter.

År 2017 räknar vi med att Minesto säljer sin första kraftpark. Försäljningen kommer avse den första kommersiella anläggningen i Holyhead Deep i Wales där vi uppskattar försäljningsintäkterna till 212.2 Mkr. Vi räknar även med att bolaget lyckas sälja geografiska licenser under denna period vilket tillsammans med försäljningen av kraftparken resulterar i en helårsomsättning om 229.4 Mkr till år 2017.

Vid förväntade intäkter på cirka 230 Mkr år 2017 ser vi en uppsida i aktien på 259 % vid en relativvärdering med liknande bolag. Minesto är inte en energiproducent utan en utvecklare av avancerade tekniska lösningar och i vår värdering jämför vi därför Minesto med bolag som vi anser befinner sig i den kategorin. Genom att prognostisera bolagens intäkter för år 2017 har en P/S-multipel tagits fram och vid förväntat antagandet att Minesto ska handlas i paritet med vår identifierade peer-grupp ger det en uppsida på omkring 259 %.

Uppköp och joint venture (JV). Historiskt har flera uppköp gjorts av bolag som Minesto inom marin energiteknik av större aktörer som Siemens, Alstrom och DCNS. I ett senare utvecklingsskede bedömer vi att chanserna är goda för att ett bud läggs på Minesto. Vi ser också potentiella JV, likt det mellan danska Vestas och Mitsubishi, som möjlig drivare.

Riskerna bedöms främst vara försenad teknikutveckling eller att kommersialiseringen fördröjs eller inte lyckas. Detta skulle innebära en utebliven tillväxt och kunna leda till finansiella problem för Minesto. Med bolagets nuvarande ledning och styrelse bedömer vi dock sannolikheten för denna nedsida som låg och i dagsläget ser vi positivt på Minestos framtid.

Business Summary

AG-view

Minestos Deep Green är en unik produkt med stora utvecklingsmöjligheter som har tilldelats en tydlig kvalitetsstämpel från marknaden. Utifrån dagens läge har Minesto en stor möjlighet att växa och bli en framgångsrik global aktör med stark konkurrenskraft.



3

Minesto är en produkt- och projektutvecklare inom marin energi som ska sälja marina kraftverk för elutvinning från tids- och havsvattenströmmar med hjälp av det egenutvecklade vattenkraftverket Deep Green. Konstruktionen tillåter energiproducenter att nyttja långsamma tids- och havsvattenströmmar, jämfört med konkurrerande teknik som kräver påtagligt snabbare strömmar. Detta innebär att de producenter som använder sig av Deep Green kan operera i lugnare vatten vilket leder till lägre kostnader och enklare service. Minesto innehar även starka patent vilket ger dem skydd under den nuvarande expansionsfasen och många år framöver.

Deep Green omvandlar energin från tidvatten- och havsströmmar till elektricitet genom att utnyttja samma princip som gör att en segelbåt kan segla i en högre hastighet än vindhastigheten. Deep Green kan liknas vid en stor undervattensdrake som fästs på havsbotten med en förankringslina och där huvudkonstruktionen består av en vinge och en turbin. När sen vatten strömmar över vingen skapar vattenströmmen en lyftkraft som trycker draken framåt i en hastighet som är upp till tio gånger snabbare än den aktuella vattenhastigheten. Draken styrs i en åttaformad bana av ett roder och när draken rör sig pressas vattnet genom turbinen och elektricitet produceras. Elen förs sen via kabel till land där elektriciteten distribueras till konsumenten.

Enligt GL Garrad Hassan är Deep Green idag den enda kända tekniken på marknaden som kan operera kostnadseffektivt i långsamma tidvatten- och havsströmmar.¹ Konstruktionen gör att Deep Green har en hög verkningsgrad då vattenflödet genom turbinen kan accelereras upp till tio gånger vilket leder till ökad energiproduktion utan att kraftverkets storlek ökar.

Den relativt begränsade storleken jämfört med konkurrerande tidvattensenergiteknik samt nyttjandet av långsamma strömmar, gör Minesto Deep Green i dagsläget unik. Vidare har Minesto hela världen som potentiell marknad, i det avseendet att det finns vattenströmmar runt hela jorden där flödena är kontinuerliga. Dessa strömmar är dessutom nästintill hundra procent förutsägbara och oföränderliga och Minestos vattenkraftverk ger heller ingen visuell störning eller påverkan på landskapet, till skillnad från vind- och solenergi. Vidare jobbar Minesto intensivt för att bibehålla en låg miljöpåverkan. År 2010 rankade TIME Magazine Deep Green som en av världens 50 bästa uppfinningar vilket enligt oss sätter en kvalitetsstämpel på bolaget.

Affärsmodellen bygger på att sälja marina kraftverk och teknik till kraftbolag eller andra företag som bygger marina kraftanläggningar. I andra hand kommer Minesto sälja geografiska licenser för tillverkning av Deep Green-system. Under utvecklingsfasen kan geografiska licenser komma att stå för majoriteten av intäkterna, förutom statliga och överstatliga bidrag. Dessutom förväntas intäktskällor tillkomma såsom tjänster i samband med prospektering och utbyggnad av områden för Deep Green-anläggningar och kraftparker samt försäljning av tjänster och reservdelar i samband med underhållet av sådana anläggningar tillkomma.

Tester av Deep Green har varit framgångsrika. Idag befinner sig Minesto i en sen utvecklingsfas där bolaget har påbörjat arbetet med den första kommersiella Deep Green-kraftparken, vilket beräknas färdigställas år 2019.

1. Världens största oberoende konsult rörande förnybar energi, med omfattande erfarenhet från en lång rad tidvattensenergier samt vindkraft både offshore och onshore.

Market

AG-view

Marknaden som adresseras av Deep Green är högtintressant för investerare. Renewable-sektorn kommer växa dramatiskt de kommande decennierna, påeldat av bidrag för produktutveckling och subventioner vid elförsäljning. Tidvatten och havsströmmar har en enorm potential. Lyckas Minesto färdigställa sin teknik ligger en global marknad vidöppen framför bolaget.



3

Klimatförändringar, ekonomisk tillväxt, stigande elpriser och krav på säkrad tillgång av energi resulterar i ett globalt behov av lokalt producerad förnybar energi. IEA (World Energy Outlook) uppskattar att den globala efterfrågan på el kommer öka med 2,1 % per år mellan 2012-2040. Havet är i dagsläget sannolikt den största icke-exploaterade förnybara energikällan. Minestos Deep Green har sikte på en energikostnad i nivå med vindkraft. Detta är antagligen nödvändigt för kommersiell framgång efter de första 15 åren, då bolaget ska klara sig utan subventioner. Marin energi förväntas i många områden vara den mest kostnadseffektiva metoden för att producera förnybar elektricitet.

Den globalt adresserbara marknaden för tidvatten- och havsströmmar värderas för Minesto till 600 miljarder euro/år i elförsäljning. Då Minesto är ensamma om en konstruktion som möjliggör utnyttjandet av långsamma strömmar bedöms bolaget initialt vara ensamma på så mycket som 50 % av marknaden för tidvattenströmmar samt den enda relevanta tekniken som kan förvalta energin från havsströmmar. Viktigt att poängtera är alltså att egenskaperna hos Deep Green gör att en helt ny geografisk marknad öppnar sig som idag inte är tillgänglig för traditionella tidvattenturbiner.

Marknaden har även stort stöd av stater och andra offentliga finansieringskällor. Minesto har historiskt och fram till idag erhållit stöd, bidragslöften och investeringar på omkring 280 Mkr vilket visar att det finns många externa parter som vill se att marknaden Minesto opererar inom ska fortsätta växa.

Idag finns Minesto i Storbritannien vilket anses vara bolagets hemmamarknad

En expansion härifrån skulle primärt enligt kunna vara till Chile, Japan, Sydkorea, Taiwan och Nordamerika. Sekundära marknader att expandera till anses vara marknader som Norge, Sydafrika, Australien och Indonesien.

Det finns flera utmaningar för Minesto sett ur ett rent marknadsperspektiv

Under de senaste åren har flera marknader i Europa haft fallande elpriser och den ekonomiska tillväxten har sedan 2008 varit låg. Detta i kombination med att stora installationer har gjorts inom energiutvinning, främst inom förnybar energi, har resulterat i ett elöverskott på många av de europeiska marknaderna. Det finns även utmaningar rent generellt för bolag som opererar inom förnybar energi. Det finns hos många elproducenter en motvilja att fasa ut äldre energianläggningar, vilket delvis är ett resultat av den kraftiga nedgången av prisnivån på utsläppsrätter inom EU. Med detta sagt så anser dock många analytiker att nämnda utsläppsrätters prissättning kommer öka under kommande år och i kombination med att nätparitet för förnybar energi nås, vilket bedöms komma ske snart, kan övergången till förnybara energikällor likt Minestos komma att accelerera under de kommande åren².

Stora institutionella investerare och aktörer rör sig allt mer ifrån aktiviteter som påverkar klimatet negativt

Exempel på detta är att en av världens största statligt ägda fonder, norska oljefonden, fattade beslutet att avyttra sitt innehav i allmännyttiga företag som har mer än 30 % kolbaserad produktion av el. Ett annat tydligt exempel är franska kapitalförvaltaren AXA som har slutat investera i bolag som använder kol. AXA:s förvaltade kapital under år 2014 uppgick till omkring 1 300 miljarder euro. Detta visar att stora aktörer börjar flytta sitt kapital närmare hållbara marknader vilket med tiden kan få spill-over-effekter på Minesto. Som nämnt tidigare så ska det understrykas att Minesto redan idag erhållit finansiellt stöd och bidrag från externa partner.

2. Minesto Prospekt, 2015.

Management & Board

AG-view

Minesto har en mycket kompetent ledning och styrelse med olika bakgrunder och erfarenheter. Vi tror att det i bolagets bransch är viktigt att kunna kombinera olika expertiser vilket i dagsläget görs väldigt väl. Detta tror vi sammantaget kommer leda till att Minesto lyckas med sina expansionsplaner och att verksamheten har goda möjligheter att snabbt nå lönsamhet.



4

Tekn. dr. Martin Edlund – Ordförande

Under de senaste 15 åren har Martin arbetat som managementkonsult med strategiska forskningsarbeten i världsledande teknikbolag såsom LM Ericsson, ABB, GE och ITT Industries. I Minesto har Martin fokus på affärsutvecklingen och partnersarbeten. Martin är teknologiedoktor inom Innovation Management från Chalmers Tekniska högskola och har en civilingenjörsexamen i teknisk fysik. *Aktieinnehav: 0 st.*

Bengt Adolfsson – Ledamot

Bengt är VD och ägare till investmentbolaget BGA Invest, Minestos största ägare. Han har även haft en VD-roll i Europas största sängtillverkare Hilding Anders. Under Bengts tid som VD på Hilding Anders växte företaget från en omsättning på 6 miljoner euro till nära 400 miljoner euro. Bengt Adolfsson är gift med Git Sturesjö Adolfsson. *Aktieinnehav: 17 560 540 st genom BGA Invest.*

Git Sturesjö Adolfsson – Ledamot

Git är vice VD för BGA Invest och är vidare verksam som VD för Facino AB samt styrelsemedlem i alla BGA:s portföljbolag. Hon har 20 års erfarenhet inom företagsledning, bland annat som marknadsföringschef för Arla Foods och L'Oreal samt vice president för Sales och Marketing hos Malmö Aviation. Git Sturesjö Adolfsson är gift med Bengt Adolfsson. *Aktieinnehav: 17 560 540 st genom BGA Invest.*

Göran Linder – Ledamot

I dagsläget är Göran VD för venture capital-bolaget Midroc New Technology AB samt investeringsbolaget Midroc Invest AB. Båda dessa är framträdande investeringsdelar inom Sheikh Mohammed Al-Amoudis affärsportfölj. Han har mer än 25 års erfarenhet av försäljning, affärsutveckling och företagsledning med omfattande kunskap relaterad till tekniska områden. I olika branscher har Göran genom åren förestått omkring 30 nystartade bolag varav några har borsintroducerats. Göran har en civilingenjörsexamen vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm år 1987. *Aktieinnehav: 0 st*

Stefan Karlsson - Ledamot

Stefan har omfattande erfarenhet inom området förnybar energi. Mellan åren 2012 och 2015 var han ordförande i branschföreningen Svensk Vindenergi. Från 2002-2015 var Stefan global chef inom Affärsutveckling för segmentet förnybar energi (vind, sol och havsenergi) på SKF. Stefan har också stor och lång internationell erfarenhet som VD för olika SKF försäljningskontor. I sin karriär har Stefan bott i Colombia, Brasilien, Panama, Norge och Tyskland. Mellan åren 1986 och 1988 var Stefan handelsråd för Sverige placerad i Colombia. Nyligen startade Stefan sitt oberoende konsultföretag RenSo AB vars inriktning är affärsutveckling och ledningsstöd för företag inom branschen förnybar energi. Stefan har en MSc inom Management & Engineering från Linköpings Tekniska Högskola. *Aktieinnehav: 0 st.*

Management



Anders Jansson – CEO

Grundade Minesto efter sin examen från Chalmers år 2006 och har sedan dess drivit bolaget. Anders har en BSc inom International Business från Handelshögskolan i Köpenhamn samt en MSc i Venture Creation vid Chalmers Tekniska högskola. Han sitter även i styrelsen för Marine Energy Strategy Group in Renewable UK och år 2013 listade Veckans Affärer Anders till den 31:a mest inflytelserika personen i Sverige yngre än 40 år.
Aktieinnehav: 314 080 st.



Fredrik Ahlström – CFO

Under de senaste 10 åren har Fredrik arbetat inom producerande industri och kommer närmast från en roll som CFO på Sibelco Nordic som är verksamt inom gruvdrift, produktion, logistik och försäljning av industrimetaller. Fredrik har en civilekonomexamen från Göteborgs universitet.
Aktieinnehav: 0 st.



Charlotta Ekman – COO

Charlotta har en MSc inom Offentlig Finansering och Redovisning vid Göteborgs universitet och en MSc inom Venture Creation från Chalmers. Charlotta startade efter examen ett företag inom förnybar energi (Ecoera) och har erfarenhet från att initiera såväl som att styra publikt finansierade konsortium. Sedan 2008 har Charlotta ansvarat för R&D-samverkan och dess finansiering för Minesto.
Aktieinnehav: 4 880 st.



Fil. dr. Heije Westberg – CTO

Heije gick efter 13 års anställning på Chalmers Tekniska högskola till Volvo Technology AB där hon bland annat var chef för Energiomvandling & Fysik, enheten som ansvarar för drivline- och förbränningsmotorutveckling. Efter 12 år avslutade Heije sin karriär på Volvo som senior teknisk rådgivare på Advanced Technology & Research. Hon är filosofie doktor i oorganisk kemi vid Göteborgs Universitet och Chalmers Tekniska högskola.
Aktieinnehav: 35 580 st.

Financial Forecasts

AG-view

Minesto har möjlighet att bli helt unika i ett segment av energimarknaden. Bolagets produkter är utvecklade från en teknisk plattform som bygger på starka patent. Bolagets etablering kommer de närmaste 15 åren hjälpas finansiellt av bidrag och subventioner. Vår bedömning är att detta skapar förutsättningar för en osedvanligt stark finansiell utveckling och bolaget bör kunna nå och bibehålla stark operativ lönsamhet.



3

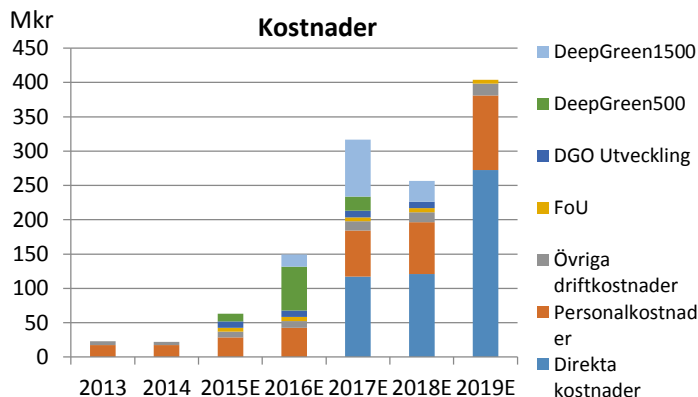
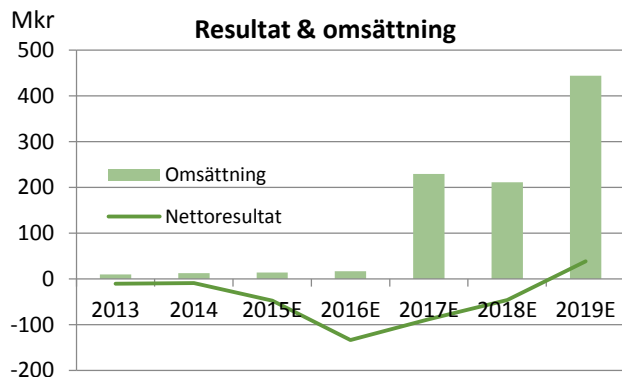
Första intäkterna förväntas komma år 2016 från försäljning av geografiska licenser. Minesto håller redan i dag förhandlingar med externa parter, bland annat en lokal aktör i Chile, Green Elements, som har visat intresse för att just förvärva licenser. Green Elements är ett lokalt företag med syfte att utveckla och bygga elkraftprojekt. Vi anser att detta är ett viktigt steg för Minesto inför sin framtida expansion utanför Storbritannien och Wales. Mätningar visar att redan vid omvandlingen av 10 % av energin från tidvattenströmmar längs med kusten i Chile så skulle det överträffa den befintliga energikapaciteten. Med andra ord så är marknaden i Chile väldigt attraktiv. Minesto förväntar sig att slutförhandlingarna med Green Elements kommer ske under perioden 2015-2016.

År 2017 räknar vi med att Minesto säljer sin första kraftpark i Holyhead Deep i Wales. Vi utgår då från att Minesto får en order på tjugo Deep Green-kraftverk till enligt oss förväntat pris 12.2 Mkr/st. Utifrån Minestos försäljningsmodell kommer 60 % av dessa intäkter erhållas under år 2017 där resterande kommer fördela sig enligt 30 % respektive 10 % under efterföljande år. Vid försäljningen av kraftparken räknar vi även med att Minesto erhåller en betalning för själva sajten vars försäljningsvärde bolaget tidigare har kommunicerat uppgår till cirka 65.8 Mkr. Tillsammans med antagandet om ytterligare licensförsäljning så resulterar detta i en helårsomsättning på 229.4 Mkr för år 2017.

År 2018 räknar vi med att Minesto erhåller en ny order på en kraftpark. Vi utgår då från att bolaget får en order på ytterligare tjugo Deep Green-kraftverk till enligt oss förväntat pris 9.5 Mkr/st. Förklaringen till att Minesto nu kan ta ett lägre pris, men ändå hålla uppe marginalerna, är ett resultat av ökad effektivitet och därmed lägre kostnader. Likt innan så erhålls 60 % av dessa intäkter under år 2018. Tillsammans med föregående 30 % från försäljningen år 2017 samt antagande om licensförsäljning så resulterar detta i helårsomsättningen 211.1 Mkr.

År 2019 räknar vi med att Minesto når break-even. Här erhålls order på sextio Deep Green-kraftverk till enligt oss förväntat pris 9.5 Mkr/st varpå 60 % av dessa intäkter erhålls under år 2019. Till år 2019 adderas även de sista 10 % av intäkterna från försäljningen år 2017 samt 30 % från försäljningen år 2018. Tillsammans med licenser summerar detta i en förväntad helårsomsättning på omkring 444.2 Mkr. Vi räknar även med att årets resultat blir 38.1 Mkr.

Ökade kostnader under expansionen. Under Minestos expansion räknar vi med ökade kostnader och hur kostnaderna utvecklas kommer vara viktigt ur en investeringssynpunkt att bevaka så att dessa inte pressar ner lönsamheten. Åren 2017-2019 räknar vi med en bruttomarginal mellan 20-35 %.



Valuation

År 2017 räknar vi med att Minesto säljer sin första kraftpark vilket tillsammans med licenser resulterar i en helårsförsäljning på 229.4 Mkr. För att få en uppfattning om hur detta kan driva värderingen har vi valt att ställa Minestos prognostiserade försäljning i relation till försäljningsprognosen för tre andra, enligt oss jämförbara, bolag. Dessa bolags försäljning slås sedan mot respektive bolags börsvärde för att på så vis få fram en genomsnittlig P/S-multipel. Denna multipel, och storleksvarianter av den, appliceras sedan på Minestos prognostiserade försäljning vilket därmed kan motivera olika börsvärden. Varför inte ett kassanyckeltal har valts motiverar vi utifrån att Minesto nu ska expandera och därmed räknar vi med att den nyligen påfyllda kassan till stor del kommer förbrukas till år 2017 för att nå omsättningen 229.4 Mkr. I värderingen väljer vi därför att utgå från aktuellt börsvärde, utan hänsyn till kassan, som idag uppgår till 415.9 Mkr.

Vid en värdering är det viktigt att klargöra att Minesto inte är en energiproducent utan en utvecklare av avancerade tekniska lösningar. Att jämföra Minesto med andra bolag vars affärsmodell är att producera förnybar energi är därmed inte relevant. Mer rättvisande är att Minesto jämförs med andra bolag som likt Minesto är unika, har bra teknikhöjd och starka patent, är framstående inom sin bransch och befinner sig på en stor marknad. Dessa kriterier måste beaktas vid val av jämförande bolag. Vi anser att bolag som Tobii, Sintercast och Arcam till viss del uppfyller just dessa kriterier och därmed i viss mån kan jämföras med Minesto.

Utifrån våra egna prognoser så handlas Tobii, Sintercast och Arcam idag till följande P/S-multiplar baserat på prognostiserad försäljning år 2017:

Tobii	Sintercast	Arcam	Medel
6.6	8.9	4.1	6.5

Antar vi att Minesto säljer för 229.4 Mkr år 2017 och att vi initialt utgår från att Minesto ska handlas i paritet med snittet, innebär det att Minesto ska handlas till börsvärdet 1 491 Mkr idag. Baserat på nuvarande börsvärde om 415.9 Mkr så skulle det innebära en uppsida på 259 %.

Det som vi anser skiljer Minesto mest från jämförande bolag är att om Minesto faktiskt lyckas så är bolaget helt unikt samtidigt som en helt ny marknad öppnar sig vars storlek minst sagt är stor. Att Minesto därför skulle handlas till en högre P/S-multipel än snittet är inte helt otänkbart. Skulle vi istället anta att Minesto ska handlas till en P/S-multipel om 9 baserat på prognostiserad försäljning år 2017, så ger det en uppsida på 396 %.

Den största risken med att investera i Minesto är dock att bolaget inte lyckas med den kommersiella fasen. Detta skulle resultera i att vår försäljningsprognos om 229.4 Mkr för år 2017 inte blir aktuell vilket är något vi i ett basscenario räknat med att Minesto kommer nå upp till. Men då bolaget ännu befinner sig i ett tidigt skede av sin kommersiella fas och ännu inte kommit igång med försäljningen kan risken anses hög nog att motivera en lägre P/S-multipel än med jämförande snitt. Dessutom har dessa bolag redan idag en befintlig försäljning, vilket är något Minesto ännu måste bevisa. Antar vi istället att Minesto ska handlas till en betydligt lägre P/S-multipel om 2 skulle det utifrån nuvarande börsvärde innebära en uppsida på 10 %.

Värderingen kan därmed sammanfattas utifrån tre olika scenarion beroende på hur man anser att Minesto ska handlas i förhållande till framtaget snitt. Detta illustreras enligt följande:

	P/S 9	P/S 6.5	P/S 2
Marknadsvärde (Mkr)	2 065	1 491	459
Värdering	+396 %	+259 %	+10 %

Att värdera ett bolag som Minesto är svårt och kan göras på flera sätt. Vi anser att denna värdering är ett tillvägagångssätt men notera att denna värdering dels grundar sig på att Minesto just är jämförbart med valda bolag.

Vi anser att om Minesto lyckas så är marknaden närmare oändlig och med sin starka patentportfölj samt flera år av försprång kommer Minesto vara ensam aktör på marknaden. En sådan position är minst sagt unik och därmed svår att göra en exakt beräkning för. Dock är vi övertygade om att ett genombrott för Minesto kommer få en stor påverkan på värderingen.

Bull or Bear

Bull case

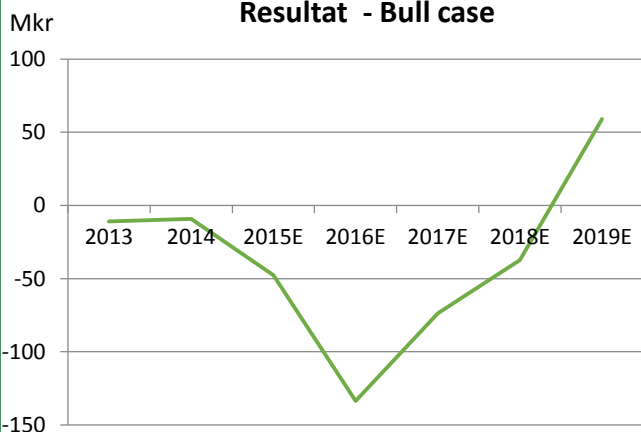
I ett bull-scenario ser vi att Minesto utöver våra finansiella prognoser även tar sig in på andra nyckelmarknader. Närmast till hand kan då den chilenska marknaden ligga där bolaget redan håller förhandlingar om att sälja in licenser vilket bäddar för en framtida expansion. Idag undersöker även Minesto tillsammans med aktörer i Japan, USA och Taiwan potentialen för havsströmmar inom dessa geografiska områden. En eventuell marknadsexpansion räknar vi dock sker först efter att projektet i Holyhead Deep i Wales har genomförts.

I detta scenario räknar vi även med en högre bruttomarginal. Genom att utgå från bruttomarginalen 30 % för år 2017 och vidare 40 % för år 2018 och 2019 ger det en effekt på resultatet som redovisas i nedan graf.

Efter år 2019 räknar vi även med att Minesto ökar försäljningsvolymerna av Deep Green. Detta kommer då bidra till att lönsamheten och kassaflöden blir mer förutsägbara vilket också kan underlätta för lånefinansiering. Genom tillgång till sådan finansiering så skulle detta kunna bidra till att accelerera försäljningen ytterligare under den fortsatta expansionen.

Vidare bedömer vi att det finns en sannolikhet att Minesto framöver blir uppköpta. Tittar på man på historiken i branschen så har stora aktörer som Siemens, Alstrom och DCNS köpt upp utvecklingsbolag som opererar inom just marin energiteknik. Dessa bolag befann sig dock i ett senare utvecklingsskede än Minesto och därför räknar vi med att ett uppköp kan bli aktuellt först när Minesto kommit längre i sin tekniska utveckling och kommersiella fas.

Resultat - Bull case



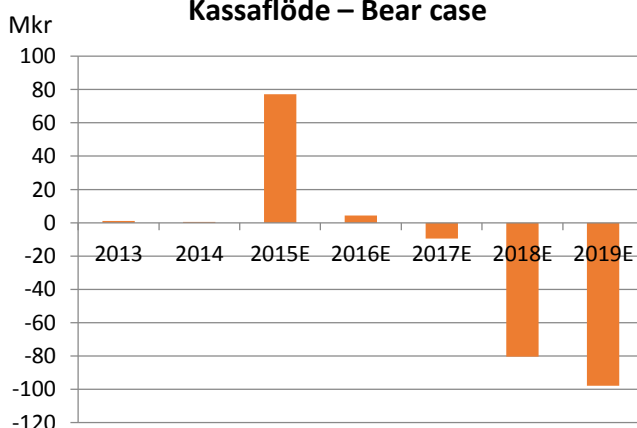
Bear case

I ett bear-scenario ser vi att Minesto inte lyckas utveckla tekniken tillräckligt eller att det tar väsentligt längre tid för att möjliggöra kommersialiseringen av Deep Green vilket skulle resultera i att den kommersiella fasen förskjuts. Inträffar detta räknar vi med att en stor del av kassan redan förbrukats på investeringar i kommersiella projekt och när intäkterna uteblir kan detta leda till en minst sagt ansträngd likviditetssituation i bolaget. Detta scenario leder alltså till en kraftig inbromsning i expansionsfasen.

Om framtida intjäning uteblir länge nog och likviditeten därmed blir ansträngd kan Minesto bli tvungna att vända sig till kapitalmarknaden för att finansiera bolaget. Burn rate idag uppgår till 4.1 Mkr/månad vilket med tillgänglig finansiering på cirka 245 Mkr täcks i cirka 5 år. Dock räknar vi med en allt högre takt i burn rate framöver vilket förkortar kassalivslängden utan tillkommande försäljning. Nedan illustreras ett framtida kassaflöde utan tillkommande försäljning där vi helt enkelt exkluderat försäljningen helt, men utvecklingsrelaterade kostnader har bibehållits. Vid alltför stora likviditetsbekymmer så skulle det kunna resultera i en företagsrekonstruktion eller i värsta fall likvidation.

Risken för detta bedömer vi dock som mycket låg och även i ett bear-scenario ser vi att nedsidan kan vara begränsad. Detta eftersom Minesto har en bevisad funktion för Deep Green samt att bolaget sitter på starka patent för sin lösning. Det är därför inte helt otänkbart att vid eventuella likviditetsproblem så kan ett uppköp komma från extern part vilket skulle kunna dämpa nedsidan även i ett bear-scenario.

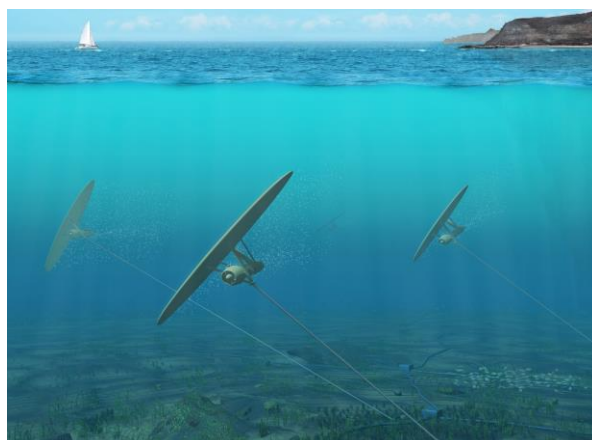
Kassaflöde – Bear case








Summary

Marknaden för förnybar energi är minst sagt stor och kommer sannolikt fortsätta växa under överskådlig framtid. Lösningar likt Minesto efterfrågas allt mer och mer och år 2010 rankade TIME Magazine kraftverket Deep Green som en av världens 50 bästa uppfinningar. Detta sätter en kvalitetsstämpel på Minesto och sedan dess har utvecklingen bara gått framåt. Vi anser därför att Minestos lösning har mer än goda chanser att få till ett genombrott på marknaden inom förnybara energilösningar.

Minesto har nu noterats på svenska First North Stockholm och i samband med detta fyllt på kassan genom en nyemission. Med starka finanser i ryggen ska bolaget nu ta ett stort steg i sin expansionsplan och gå in i den kommersiella fasen där ett första fullskaligt Deep Green-kraftverk ska installeras under år 2016-2017. Riskerna i caset bedöms främst vara att Minesto inte lyckas med den tekniska utvecklingen och den kommersiella fasen och framtida lönsamheten uteblir därmed. Dock har vi stark tilltro till ledningen och vi bedömer faktiskt det som mer sannolikt att Minesto lyckas. Framtiden är minst sagt intressant och vi fortsätta följa Minestos utveckling framöver.



Rating

 4	Value Drivers	Drivarna är minst sagt stora i form av framtida försäljning och marknadstillväxt. I förhållande till detta så anser vi att värderingen är låg och om drivarna slår igenom blir Minesto troligen en stor global spelare att räkna med i framtiden.
 4	Quality of Earnings	Det har historiskt inte förekommit någon försäljning och därmed finns det idag ingen lönsamhet i bolaget. Dock finns det tillväxtpotential vilket höjer helhetsbetyget för Minesto.
 2	Risk Profile	Risken bedöms enligt oss primärt bestå av att Minesto inte lyckas med den tekniska utvecklingen och den kommersiella fasen vilket i sådant fall kan leda till likviditetsproblem för Minesto. Risken för detta anses dock som låg.
 4	Quality of Management	Ledningen bedöms som mycket kompetent och erfaren med många år inom branschen. Bolaget har tidigare presterat väl och med hjälp av flera nyckelpersoner i bolaget har vi god tilltro till Minestos framtida tillväxt.
 3	Overall view	Minesto befinner sig i en expansionsfas som innebär stora möjligheter för investerare. Risken ligger just i att Minesto inte lyckas med expansionen. Vi har dock tilltro till att nuvarande ledning lyckas och detta gör att vi överlag har en positiv syn på Minestos framtid.

CEO-Interview

Hur svårt hade det varit för någon av era konkurrenter med större vattenkraftverk att kopiera er teknik och metod?

Minesto har en väletablerad strategi för hur vi säkerställer våra immateriella tillgångar så som patent, black box osv. Vi har idag byggt en patentportfölj som ger Minesto ett brett och globalt skydd. Detta gör att vi legalt är skyddade. När det kommer till att kopiera så kommer kunskap och erfarenhet in i bilden och här ligger vi ca 10 år framför någon annan. Det betyder att de behöver investera mycket tid och kapital för att komma ifatt samtidigt som de tar risken för patentintrång. Vår uppfattning är att man inte kan använda vår metod utan att göra patentintrång. Denna uppfattning har dels visat sig då två stora aktörer försökt samt att vi haft tredjeparts utvärdering av vår IP som visat sig vara positiv.

Hur ser ni på möjligheten att i framtiden bli uppköpta av en extern part?

Vi ser det som mycket troligt att någon av de globala aktörerna inom energisektorn lägger ett bud på bolaget i framtiden. Bolag så som Alstom, Siemens och DCNS är några exempel på stora bolags som köpt utvecklingsbolag inom marin energiteknik. De uppköpta bolagen har varit i ett senare utvecklingskede.

Idag har ni en burn rate i snitt på cirka 4,1 Mkr per månad. Räknar ni med att denna nivå kommer öka, minska eller vara samma framöver?

Den kommer att öka baserat på fler anställda och konsulter samt att vi skall bygga kraftverk. Dock erhåller vi 43 % kostnadstäckning från WEFO för det mesta av vad vi gör som balanserar de ökade utvecklingskostnaderna.

Vad är era prognoser för avskrivningsposter i resultaträkningen åren 2016-2018?

Minesto AB påbörjar avskrivning av de aktiverade immateriella anläggningstillgångarna det år som första intäkt hänförligt till Deep Green sker. Detta är beräknat att ske under år 2016 då första licensaffär är förväntad.

Prognostiserad utvecklingskostnad för projektet Deep Green 1500 mellan åren 2015-2018, kommer denna kostnad finnas med år 2019 eller räknar ni med att den uppgår till noll kronor?

Den är färdigutvecklad 2018 så noll 2019 och framåt.

Håller ni redan idag någon dialog med etablerade aktörer för att köpa ert tänkta kraftverk i Holyhead Deep som skall vara färdigställt under år 2017? Dvs, finns det redan nu någon som står i kö och har visat intresse för att köpa?

Vi har 4 aktörer som visat intresse av att köpa 10MW's parken i Wales och 2 finansiärer. Vi har egentligen inte börjat sälja utan dessa intressenter har kommit till oss.

Vad händer efter 2019/2020 för Minesto? Vad är målet? Finns det andra marknader ni har kikat extra mycket på att ta nästa kliv till?

Vi bearbetar redan nu andra marknader men vet att den kortsiktiga fokusen ligger på att realisera den 10MW park som finns projekterad i Wales. När den är realiserad ser vi att Minesto har skapat en position där vi kan accelerera försäljning och tillika bolagets utveckling kraftigt.

För en investerare, kan du berätta de tre främsta anledningarna till varför man skulle investera i Minesto?

EU, USA och fler andra länder har satt höga mål för hur stor del av deras framtida energi som ska komma från havet. Idag finns det egentligen ingen elproduktion från havet vilket betyder att Marin Energi kommer bli en av de snabbast växande industrierna i energisektorn.

Minesto sitter på ett mer eller mindre monopol för 7:8 delar av den globala potentialen inom tid- och havsströmmar med en gedigen patentportfölj i den idag enda kända produkt som kan utvinna energi kostnadseffektivt ur långsamma vattenflöden.

Minesto har blivit en välkänd och betrodd aktör vilket säkerställt drygt 160 Mkr i investeringar från WEFO och KIC. Detta ger en otroligt bra hävstång för de investerare som nu investerar i Minesto.

SWOT-Analysis

Strengths

- Den enda kända tekniken på marknaden som har beprövad effekt i långsamma tidsvatten- och havsströmmar.
- Kan erbjuda en kostnadseffektivare lösning jämfört med konkurrenter med liknande lösningar.
- Idag efterfrågas allt mindre fossila bränslen vilket gynnar Minesto.
- Bolagets produkt använder 1/10 del till 1/20 del av det material som konkurrenter inom branschen använder vilket leder till betydligt lägre kapitalkostnader.

Weakness

- Den teknologiska mognadsgraden inom tidsvattens- och havsströmmar är låg relativt andra energikällor.
- Minesto befinner sig ännu inte i en kommersiell fas och intäkterna finns därmed inte. Detta gör att bolaget är beroende av extern finansiering.
- Eftersom Minesto utvecklar ett nytt sätt att producera elektricitet så blir det svårt att förlita sig på tidigare data inom elproduktion.

Opportunity

- Genom ekonomiskt stöd från stater och investerare kan den finansiella hävstången öka i bolaget.
- Minesto bedöms inledningsvis ha en monopolsituation i en stor del av tidvattenmarknaden samt även vara den enda relevanta tekniken för att förvalta energi från havsströmmar.
- Ökad efterfrågan från marknaden av förnybara energikällor där leveransen av elektricitet är pålitlig.
- Stora institutionella investerare blickar allt mer mot investeringar inom förnybar energi.

Threats

- Idag finns det olika typer av bolag på marknaden som erbjuder lösningar som till viss del liknar Minestos. Dessa har dock inte alls de tekniska fördelarna som Minesto ska erbjuda, men måste likväl bevakas.
- Minesto konkurrerar även med andra förnybara energikällor, såsom vind och sol som är mer etablerade på marknaden.
- Sett från den legala aspekten är utvecklingen av tidvattenanläggningar beroende av ett antal godkännanden av externa parter.
- Marknadsbarriären för att ta sig in på en ny marknad är hög.

Triggers



Bekräftande av robusthet i de utvecklade systemen och utrustningen och metoder som säkerställer att prestandan kan leverera, detta möjliggör driftsättning år 2017. Under tiden har bolaget fortsatt stark finansiering i form av statliga och överstatliga bidrag samt investeringar från externa parter.



Erhåller intäkter från försäljning av geografiska licenser vilka ökar den finansiella styrkan i bolaget under processen mot en kommersialisering. Licenserna möjliggör även för Minesto att komma in på marknader som traditionellt sett har höga marknadsbarriärer.



Under år 2017 driftsätts det första fullskaliga Deep Green-kraftverket för elproduktion i Holyhead Deep i Wales vilket innebär att Minesto går från utveckling till produktiv drift. Här erhålls även en order för en fullständig park till år 2019/2020 till intäktsvärde omkring 212.2 Mkr. Tillsammans med licenser förväntas helårsomsättningen uppgå till 229.4 Mkr.



Under år 2018 driftsätts ytterligare två Deep Green-kraftverk vid Holyhead Deep i Wales. Dessa kraftverk kommer nu tillsammans leverera energi till elnätet. Den totala anläggningskapaciteten uppgår därmed till 1.5 MW.

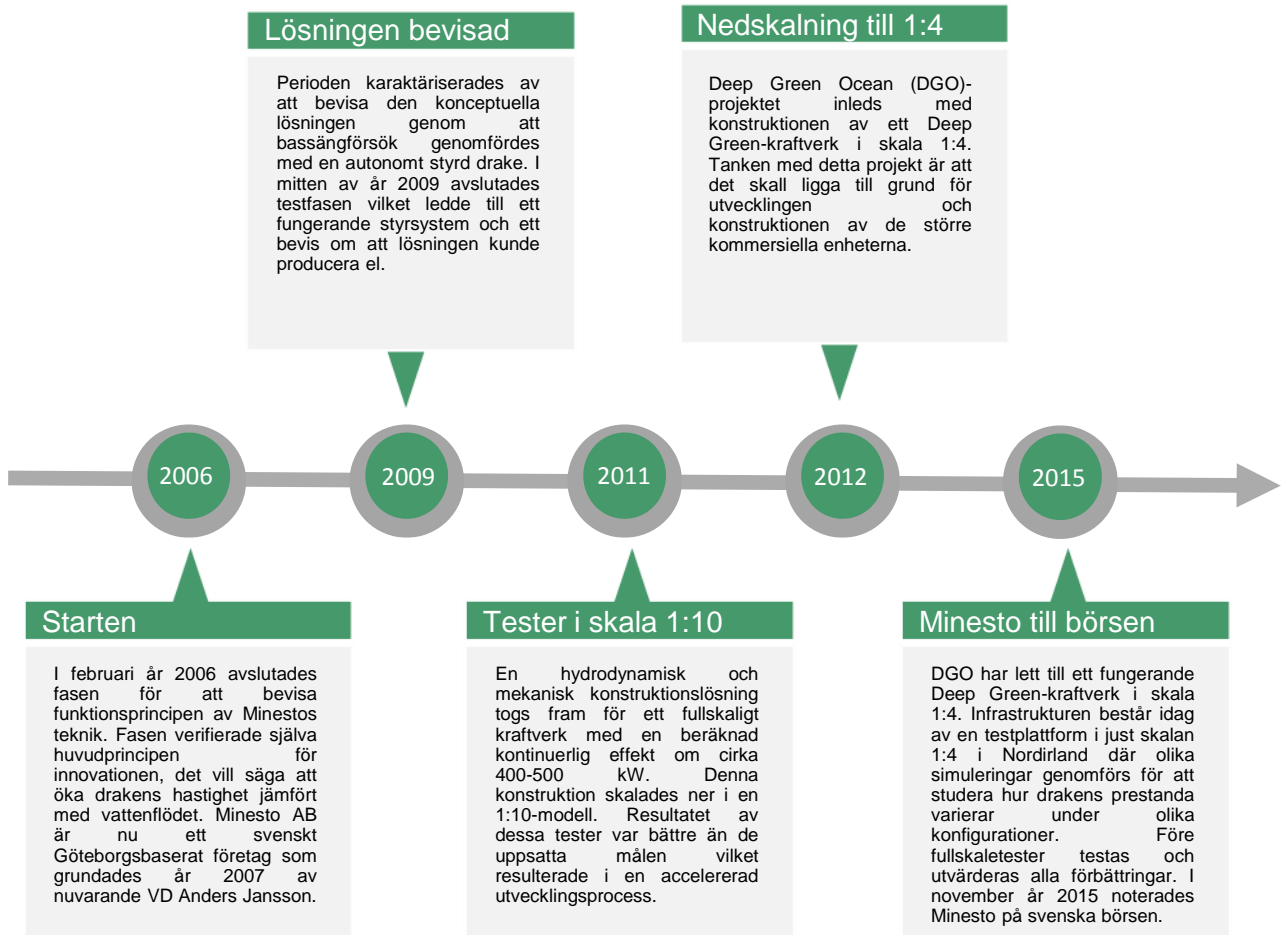


År 2019/2020 har Minesto byggt upp en hel kraftpark med 20 Deep Green-kraftverk med en kapacitet om 10 MW som kan lämnas över till kund. Här når bolaget även break-even och börjar visa positivt resultat på sista raden med en helårsomsättning på omkring 444.2 Mkr år 2019.

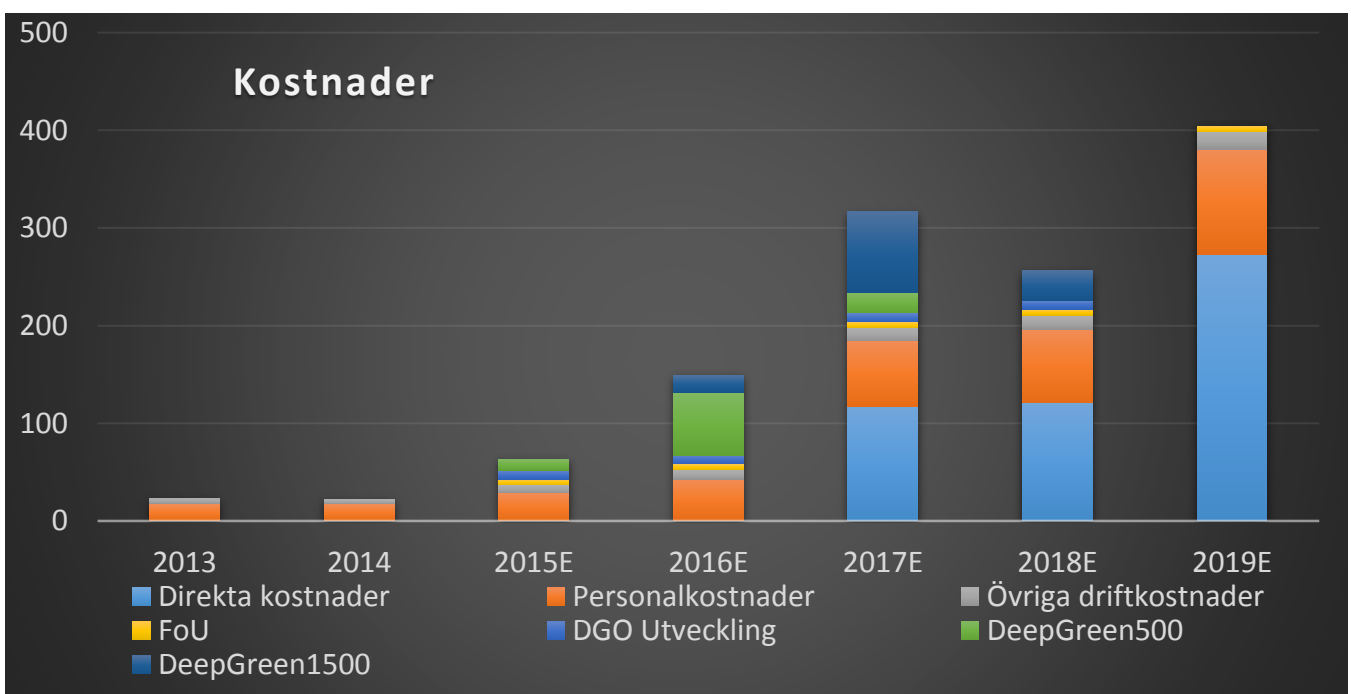
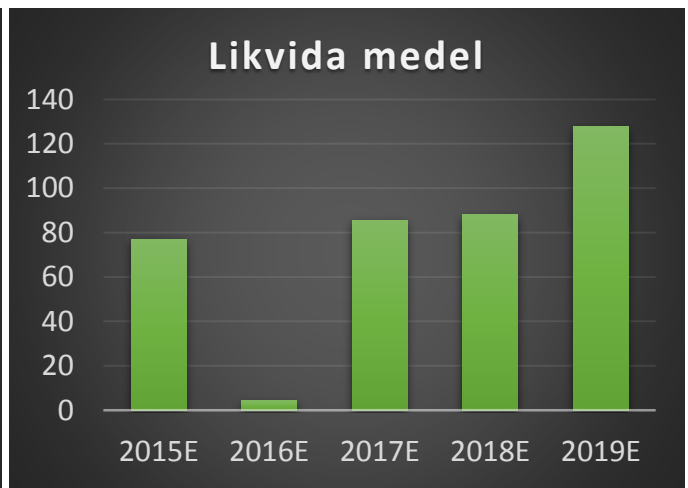
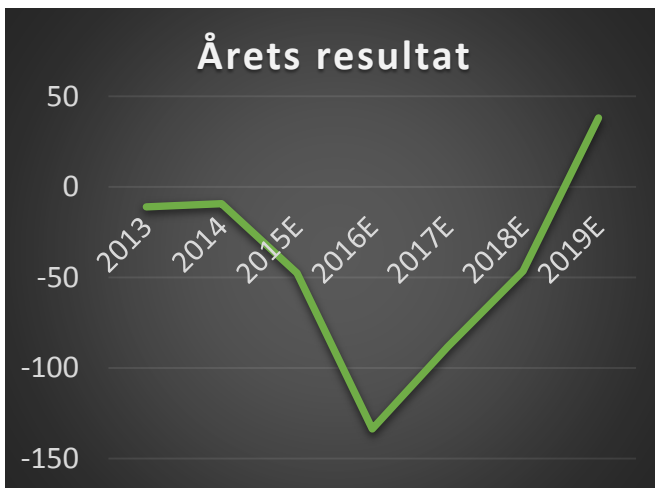
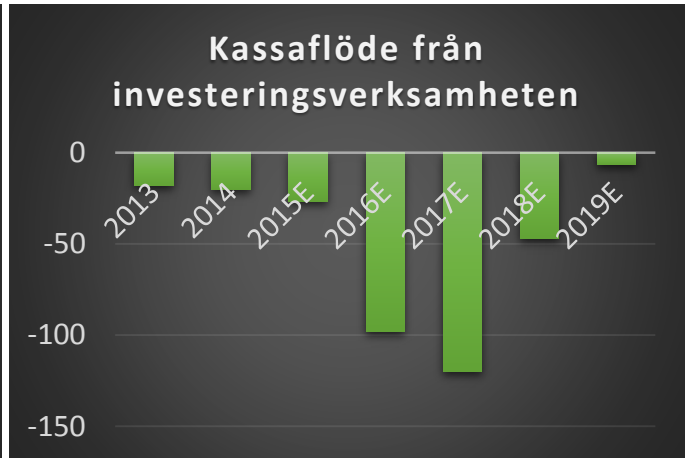
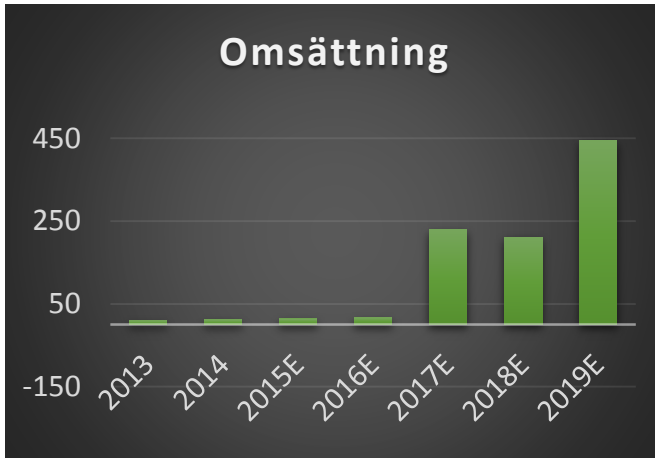


Bolaget har stor marknadspotential och det finns flera potentiella länder att expandera till efter Storbritannien. Vi ser därför på lite längre sikt att Minesto tar sig in på en eller flera nya marknader.

Timeline



Financial Charts



Key Figures

Bolagets performance

MSEK	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Omsättningstillväxt	N/A	25,3%	12,5%	20,9%	1256,0%	-8,0%	110,4%
Bruttomarginal	N/A	N/A	N/A	N/A	20,0%	35,0%	35,0%
EBITDA-marginal	-132,9%	-78,1%	-351,3%	-783,8%	-38,0%	-21,6%	9,0%
EBIT-marginal	-138,3%	-81,3%	-354,9%	-789,7%	-38,5%	-22,1%	8,6%
Nettomarginal	-110,3%	-73,9%	-340,6%	-789,7%	-38,5%	-22,1%	8,6%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Resultaträkning

MSEK	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Omsättning	9,9	12,4	14,0	16,9	229,4	211,1	444,2
Rörelsekostnader	-23,1	-22,2	-63,2	-149,5	-316,7	-256,7	-404,1
EBITDA	-13,2	-9,7	-49,2	-132,6	-87,3	-45,6	40,1
EBITDA-marginal	-132,9%	-78,1%	-351,3%	-783,8%	-38,0%	-21,6%	9,0%
Avskrivningar	-0,5	-0,4	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-2,0
EBIT	-13,7	-10,1	-49,7	-133,6	-88,3	-46,6	38,1
EBIT-marginal	-138,3%	-81,3%	-354,9%	-789,7%	-38,5%	-22,1%	8,6%
Finansnetto	-0,2	-1,7	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-13,9	-11,8	-52,2	-133,6	-88,3	-46,6	38,1
EBT-marginal	-140,2%	-94,7%	-372,6%	-789,7%	-38,5%	-22,1%	8,6%
Nettoresultat	-10,9	-9,2	-47,7	-133,6	-88,3	-46,6	38,1
Nettomarginal	-110,3%	-73,9%	-340,6%	-789,7%	-38,5%	-22,1%	8,6%
Vinststillväxt	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Kassaflöde

MSEK	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Operativt CF exkl. förändr. rörelsekap.	-13,4	-11,4	-25,4	-35,6	31,7	0,4	45,9
CF investeringsverksamheten	-18,0	-20,1	-26,8	-98,0	-120,0	-46,9	-6,5
Fritt kassaflöde	-31,4	-31,4	-52,2	-133,6	-88,3	-46,5	39,4
CF finansieringsverksamheten	8,0	24,2	128,7	60,9	169,6	49,1	0,0
Periodens kassaflöde	-27,3	-0,6	76,5	-72,8	81,3	2,6	39,4
Kassa vid periodens slut	1,1	0,6	77,1	4,3	85,6	88,2	127,6

Disclaimer (1)

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer är riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positiv inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **Minesto AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en objektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och subjektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Disclaimer (2)

Viktig information

G&W Fondkommission (G&W) bildades 1998 och är ett auktoriserat värdepappersbolag som står under Finansinspektionens tillsyn. G&W erbjuder sina kunder kvalificerade tjänster inom Kapitalförvaltning och Corporate Finance som bygger på en lång samlad erfarenhet och bred kompetens. G&W är en helt oberoende aktör.

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som G&W bedömer som tillförlitliga. G&W kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. G&W kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. G&W fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen. G&W kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att G&W har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.