



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 19 August 2021

## BTS Group

## Levererar ett rekordkvartal

## Krossar marknadens förväntningar

Nettoomsättningen i Q2'21 uppgick till 480 mkr vs våra estimat om 418 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt rensat för valutaeffekter mot Q2'19 med 11%. Bolaget gör således sitt bästa Q2 i historien. EBITA uppgick till 82 mkr vs våra estimat om 59,3 mkr. Under H1 2021 steg EBITA-marginalen med 2%-enheter jämfört mot 2019 vilket beror på förbättrad resursanvändning, trimning av prissättning samt produktmix.

## Upplagt för stark avslutning

BTS höjde sin guidance i rapporten från att 2021 kommer vara i linje med 2019 tills att det kommer vara bättre än 2019. Detta har historiskt inneburit en EBITA tillväxt >10%. Siffrorna i Q2 samt BTS historik att slå guidance gör vi höjer EPS-estimatet för 2021 med 14% och 6% 2022-2023. Höjningen 22-23 baserar vi på att vi bedömer att en marginalexpansion till följd av ökad virtuell och digital leverans är att vänta.

## Höjer motiverat värde

Den starka rapporten samt de optimistiska tongångarna kring framtiden gör att vi höjer motiverat värde på BTS till 450-460 kr från tidigare 395-405 kr. Vi bedömer att det finns ett antal starka kurstriggers framöver. Dessa inkluderar 1) förvärv 2) en höjning av guidance vilket vi bedömer som sannolikt i samband med Q3-rapporten, givet bolagets historik. Bolaget handlas nu till en implicit WACC på strax under 8%.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	450.00 - 460.00
EPS, just 21e	8.82	7.72	14.2%	Sales,m	1,464	1,975	2,242	2,545	Current price	444.00
EPS, just 22e	10.48	9.84	6.5%	Sales Growth	(21.5)%	34.9%	13.5%	13.5%	Risiknivå	Low
EPS, just 23e	12.25	11.54	6.2%	EBITDA, m	155	343	392	445	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>  Q3'21 rapport den 10 november 2021				EBIT, m	64.6	254.8	300.8	350.2		
				EPS, adj	1.96	8.82	10.48	12.25		
				EPS Growth	(74.8)%	349.6%	18.8%	17.0%		
				Equity/Share	36.7	44.4	50.4	57.4		
				Dividend	1.20	4.42	5.25	6.14		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>  Antal aktier 19.3m Market cap 8,577 Nettoskuld (206) EV 8,371 Free Float 68.00% Avg. No. of Daily Traded Sh. 5.3(k) Reuters/Bloomberg BTSb.ST/BTSB SS				EBIT Marginal	4.4%	12.9%	13.4%	13.8%	<b>Analytiker</b>  rikard.engberg@penser.se	
				ROE (%)	5.3%	19.9%	20.8%	21.3%		
				ROCE	5.7%	19.8%	21.4%	22.7%		
				EV/Sales	5.72x	4.24x	3.73x	3.29x		
				EV/EBITDA	53.9x	24.4x	21.3x	18.8x		
				EV/EBIT	129.6x	32.9x	27.8x	23.9x		
				P/E, adj	226.4x	50.4x	42.4x	36.2x		
				P/Equity	12.1x	10.0x	8.8x	7.7x		
				Dividend yield	0.3%	1.0%	1.2%	1.4%		
				FCF yield	3.1%	1.7%	2.5%	2.9%		
				Net Debt/EBITDA	(1.3)g	(0.9)g	(1.1)g	(1.2)g		



# Sammanfattning

## Levererar ett rekordkvartal

### Investment Case

*BTS utvecklar och förpackar kundens strategi och hjälper till att implementera denna genom simuleringar och utbildningar. BTS skiljer sig från de stora managementkonsultbyråerna då bolaget är mer nischat mot att implementera och genomföra strategier åt sina kunder.*

### Bolags profil

#### BTS är näringslivets flygsimulator

BTS strategi omfattar interaktivt lärande och används för att träna chefer och hela organisationer på ett så konkret och personligt sätt som möjligt. BTS har en bred spännvidd av simuleringar och genom åren har bolaget byggt upp ett stort know-how inom flera branscher och marknader. BTS kan simulera alltifrån en lågkonjunktur till vad som skulle hända om företaget skulle tappa en av sina viktigaste kunder. Kunderna kan med hjälp av BTS metod bland annat lära sig hur företaget ska parera och agera vid olika typer av situationer.

#### Tillväxt med stabila marginaler

Bolaget har som mål att uppnå 20% årlig tillväxt med 15% EBITA-marginal. Dessa mål skall uppnås genom att växa både organiskt och via förvärv. De senaste 10 åren har bolaget genererat i genomsnitt 10% årlig valutajusterad omsättnings- och EBITA-tillväxt, där den organiska tillväxten har stått för merparten. Trots den starka tillväxten har bolaget lyckats hålla en stabil marginal över åren. EBITA-marginalen är förankrad över 10%, vilket vi också räknar med framåt. Vi bedömer att tillväxten, i kombination med att bolaget trimmar och effektiviserar, kommer att kompensera för rådande prispress. Kortsiktigt skulle BTS leverera en högre lönsamhet då bolaget historiskt har investerat drygt 3-4% av omsättningen i digitalisering. Dock investerar bolaget för långsiktig tillväxt, vilket vi bedömer som rätt strategi. Utöver stabil tillväxt och lönsamhet har bolaget även levererat en god utdelningstillväxt över tid.

#### Ett bolag, fyra intäktslag

Bolaget har fyra intäktsområden: program, kundanpassningar, licenser och övriga intäkter. Program står för majoriteten av intäkterna med ca 62%. Detta är dock ingen risk enligt vår bedömning då området är deras signum på marknaden. Samtidigt är detta deras dyraste tjänst varför det är rimligt att den står för majoriteten av intäkterna. Intäktsmodellen är baserad på en fastprismodell med rörliga komponenter i form av årlig indexering samt avgifter beroende på antalet deltagare. Bolagets mest lönsamma segment är licenser, som står för drygt 12% av försäljningen. Här ser vi att förvärv kan komma att höja andelen av totalförsäljning. De resterande intäktslagen kundanpassningar och övriga intäkter står för 26% av nettoomsättningen.

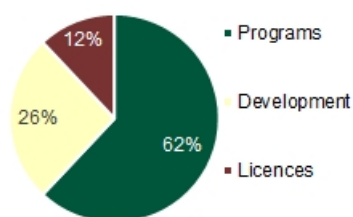
### Värdering

Givet den finansiella stabiliteten som råder i bolaget tillsammans med att bolaget över har tid levererat tvåsiffrig tillväxt och marginal bedömer vi att aktien har mer att ge och är fortsatt långsiktigt värd att äga. Vår DCF indikerar ett värde i spannet om 450-460 kr. Vi ser ytterligare uppsida vid framtida förvärv som vi bedömer som sannolika samt en uppgradering av guidance.

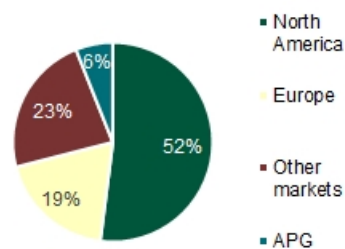
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kaptial
Henrik Ekelund	40,6%	18,7%
Stefan af Petersens	9,9%	12,1%
Nordea Fonder	6,7%	9,4%
Swedbank Robur Fonder	6,1%	8,5%
Övriga	36,8%	51,4%
Ordförande	Reinhold Geijer	
Verkställande direktör	Henrik Ekelund	
Finansdirektör	Stefan Brown	
Investerarkontakt	Michael Wallin	
Hemsida	<a href="https://www.bts.com/">https://www.bts.com/</a>	

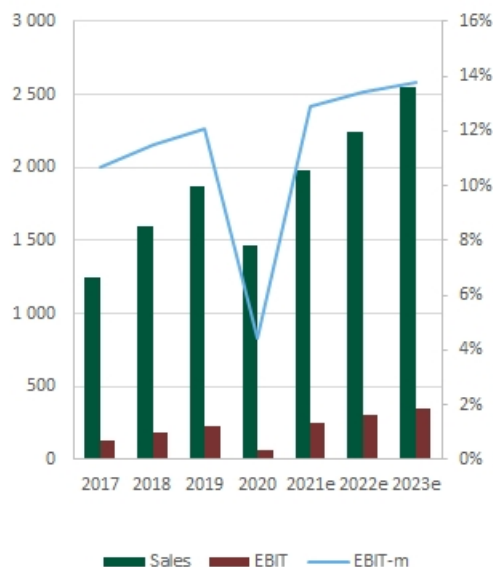
## Intäktsslag H1



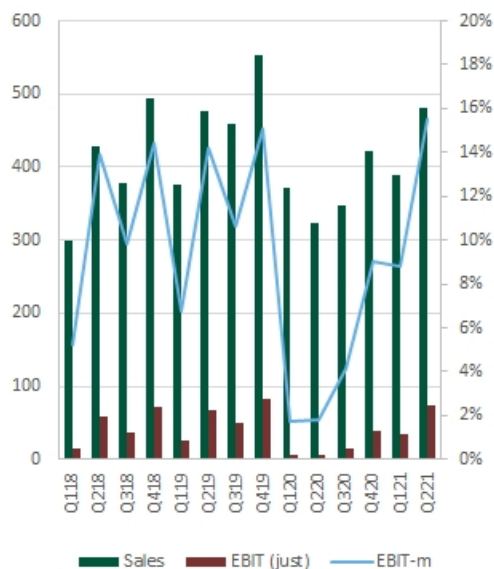
## Geografiska segment H1



## Sales and EBIT



## Sales and EBIT (Quarterly)



## Kvartalet i detalj

---

Bolaget har visat en tillväxt rensat från valuta effekter om 64% y/y där samtliga segment bidragit. Nedan följer en kort genomgång av de olika segmenten:

- **BTS Nordamerika:** Nordamerika har varit det starkaste segmentet under Q2. Omsättningen uppgick till 238 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 40% y/y. EBITA uppgick till 39,6 mkr vilket motsvarar en marginal om 16,6%
- **BTS Europa:** Omsättningen i Q2 uppgick till 93 mkr vilket motsvarar en tillväxt 52% y/y. EBITA uppgick till 18,9 mkr vilket motsvarar en marginal om 20,3%
- **BTS Övriga marknader:** Omsättningen i Q2 uppgick till 119 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 54% y/y. EBITA uppgick till 21,7 mkr vilket motsvarar en EBITA marginal om 18,1%

Noterbart är att samtliga segment i kvartalet rapporterar en EBITA-marginal över bolagets långsiktiga mål om 15%. Vi bedömer detta vara ett resultat av en högre marginal inom digital och virtuell leverans samt disciplinerad prissättning. Den stigande marginalen är en av orsakerna till att vi bedömer att BTS kommer att kunna höja sin guidance ytterligare en gång i år.

Vi bedömer att tillväxten i BTS Europa och BTS Övriga marknader mot det relevanta jämförelseåret 2019 kommer att accelerera under H2 detta då dessa marknader inte har kommit lika långt i sin återhämtning i ekonomin som USA.

## Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	1243	1598	1865	1464	1975	2242	2545
Rörelsens kostnader	-1092	-1384	-1554	-1309	-1633	-1850	-2099
<b>EBITDA</b>	<b>151</b>	<b>214</b>	<b>311</b>	<b>155</b>	<b>343</b>	<b>392</b>	<b>445</b>
Avskrivningar	-18	-31	-86	-91	-88	-92	-95
Goodwillnedskrivningar							
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>226</b>	<b>65</b>	<b>255</b>	<b>301</b>	<b>350</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>226</b>	<b>65</b>	<b>255</b>	<b>301</b>	<b>350</b>
Finansnetto	-1	-3	-10	-14	-10	-10	-10
<b>Resultat före skatt</b>	<b>131</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	<b>51</b>	<b>245</b>	<b>291</b>	<b>340</b>
Skatter	-33	-54	-66	-16	-75	-89	-104
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>98</b>	<b>127</b>	<b>150</b>	<b>35</b>	<b>170</b>	<b>202</b>	<b>237</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>98</b>	<b>127</b>	<b>151</b>	<b>35</b>	<b>170</b>	<b>202</b>	<b>237</b>

## Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	425	455	536	549	490	430	367
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	75	75	75
Materiella anläggningstillgångar	30	39	220	185	178	169	159
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	8	15	13	17	17	17	17
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>550</b>	<b>581</b>	<b>851</b>	<b>826</b>	<b>760</b>	<b>690</b>	<b>617</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	335	512	514	409	514	583	662
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	134	134	134
Likvida medel	200	262	316	591	699	817	947
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>676</b>	<b>947</b>	<b>1018</b>	<b>1134</b>	<b>1347</b>	<b>1534</b>	<b>1742</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1226</b>	<b>1528</b>	<b>1869</b>	<b>1960</b>	<b>2107</b>	<b>2224</b>	<b>2360</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>							
Eget Kapital	581	704	840	710	857	974	1109
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>581</b>	<b>704</b>	<b>840</b>	<b>710</b>	<b>857</b>	<b>974</b>	<b>1109</b>
Långfristiga finansiella skulder	126	103	76	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	180	201	288	431	431	431	431
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>306</b>	<b>304</b>	<b>364</b>	<b>431</b>	<b>431</b>	<b>431</b>	<b>431</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	339	520	665	820	820	820	820
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>339</b>	<b>520</b>	<b>665</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>1226</b>	<b>1528</b>	<b>1869</b>	<b>1960</b>	<b>2107</b>	<b>2224</b>	<b>2360</b>

## Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	98	127	151	35	170	202	237
Icke kassaflödespåverkande poster	1	58	85	65	88	92	95
Förändringar i rörelsekapital	-1	-27	-18	142	-105	-69	-79
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>98</b>	<b>158</b>	<b>218</b>	<b>242</b>	<b>153</b>	<b>225</b>	<b>253</b>
Investeringar	-80	-37	-38	-148	-22	-22	-22
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>18</b>	<b>121</b>	<b>180</b>	<b>94</b>	<b>131</b>	<b>203</b>	<b>231</b>
Utdelningar	-47	-53	-69	-70	-23	-85	-101
Nyemission/återköp	101	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	-18	-63	282	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>73</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>307</b>	<b>108</b>	<b>117</b>	<b>130</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0					
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-74</b>	<b>-97</b>	<b>-186</b>	<b>-187</b>	<b>-295</b>	<b>-412</b>	<b>-542</b>

## Nyckeltal

### Aktiedata

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	5,08	6,55	7,79	1,96	8,82	10,48	12,25
EPS Justerad	5,08	6,55	7,79	1,96	8,82	10,48	12,25
FCF/aktie	0,93	6,27	9,32	4,89	6,80	10,49	11,97
Utdelning/aktie	2,80	3,60	3,60	1,20	4,42	5,25	6,14
EK/Aktie	30,05	36,45	43,47	36,75	44,36	50,42	57,43
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	19,32	19,32	19,32	19,32	19,32	19,32	19,32

### Värdering

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	nmf	65,3	55,0	218,2	48,5	40,9	34,9
P/EK	14,2	11,7	9,8	11,6	9,6	8,5	7,5
P/FCF	459,4	68,2	45,9	87,5	63,0	40,8	35,7
Direktavkastning	0%	1%	1%	1%	0%	1%	1%
Utdelningsandel, justerad	55%	55%	46%	61%	50%	50%	50%
EV/Salés	6,5	5,0	4,3	5,5	4,1	3,6	3,2
EV/EBITDA	53,2	37,5	25,8	51,6	23,4	20,4	18,0
EV/EBIT	99,0	16,1	25,4	28,4	10,2	7,5	22,9

### Tillväxt och marginaler

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	12%	29%	17%	-22%	35%	14%	14%
EBIT, tillväxt	18%	39%	23%	-71%	294%	18%	16%
EPS just, tillväxt	31%	29%	19%	-75%	350%	19%	17%
EBITDA marginal	12%	13%	17%	11%	17%	18%	18%
EBIT marginal	11%	11%	12%	4%	13%	13%	14%
Skattesats	25%	30%	30%	31%	30%	30%	30%

### Lönsamhet

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROE	-1%	9%	6%	3%	14%	16%	16%
ROCE	2%	6%	1%	5%	13%	15%	15%

## Kvartalsvis data

Resultaträkning																		
	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221
Nettoomsättning	274,0	331,6	268,8	368,2	299,4	427,2	377,4	494,4	375,8	477,4	459,7	552,5	372,2	322,3	347,0	422,6	388,2	479,7
Rörelsekostnader	-255,0	-284,8	-234,9	-317,0	-276,2	-360,3	-333,6	-414,4	-331,4	-390,4	-387,9	-444,6	-343,7	-293,5	-310,5	-361,0	-330,9	-383,6
Rörelseresultat (EBITDA)	16,4	44,1	31,6	48,8	18,5	62,0	39,4	75,9	40,1	82,5	66,4	102,5	22,8	28,8	36,5	61,1	57,1	97,6
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-1,7	-1,7	-1,6	-3,5	-2,8	-2,6	-2,3	-4,6	-14,7	-14,8	-17,4	-19,0	-15,4	-16,8	-15,7	-16,8	-16,8	-16,8
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-2,5	-2,6	-2,3	-2,4	-4,7	-4,9	-4,4	-4,1	-4,3	-4,6	-5,4	-5,4	-5,7	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
Resultat (EBIT)	14,7	42,4	29,9	45,3	15,7	59,3	37,1	71,2	25,5	67,8	49,0	83,5	6,4	5,8	14,4	38,0	34,1	74,5
Extraordinära Poster																		
Justerat Resultat (EBIT)	14,7	42,4	29,9	45,3	15,7	59,3	37,1	71,2	25,5	67,8	49,0	83,5	6,4	5,8	14,4	38,0	34,1	74,5
Finansnetto	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6	-1,5	-2,5	-0,8	-2,7	-3,2	-2,2	-4,4	-3,3	-3,7	-4,2	-4,0
Resultat före skatt	14,5	42,2	30,0	44,8	14,9	58,6	36,5	69,7	23,0	67,0	46,3	80,3	4,2	1,4	11,1	34,3	29,9	70,5
Skatter	-5,2	-13,9	-9,8	-4,4	-4,4	-17,4	-11,1	-20,8	-6,8	-19,8	-14,0	-25,1	-1,3	-0,4	-3,4	-10,7	-9,4	-21,3
Nettoreultat Rapporterat	9,3	28,3	20,1	40,4	10,5	41,2	25,5	48,9	16,2	47,1	32,3	55,2	3,0	1,0	7,7	23,5	20,5	49,2
Tillväxt och marginaler																		
	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221
Omsättningstillväxt	22%	18%	1%	9%	9%	29%	40%	34%	26%	12%	22%	12%	-1%	-32%	-25%	-24%	4%	49%
EBIT, tillväxt	60%	31%	11%	5%	7%	40%	24%	57%	62%	14%	32%	17%	-75%	-91%	-71%	-54%	435%	1188%
EBITDA-marginal	6%	13%	12%	6%	6%	15%	10%	15%	11%	17%	14%	19%	4%	5%	7%	11%	10%	18%
EBIT-marginal	3%	8%	8%	8%	3%	11%	7%	13%	8%	12%	9%	15%	1%	1%	3%	7%	6%	13%
Skattesats	36%	33%	33%	10%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	30%	29%	31%	31%	31%	30%

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 målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)