



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 11 November 2021

BTS Group

Höjd guidance ger bränsle åt estimat och motiverat värde

Starka siffror och höjd guidance

Omsättningen i Q3 uppgick till 478 mkr vilket var i linje med konsensus. Det motsvarar en tillväxt om 15% vs 2019 och 40% vs 2020. EBIT uppgick till 106 mkr, och justerat för positiva EO-poster relaterade till amerikanska PPP-lån till 56 mkr. Ex-EO poster var EBIT i linje med våra estimat men ca 10% högre än resterande konsensus. EBITA-marginalen uppgick till 14% vilket ska jämföras med bolagets mål om 15%.

Upplagt för stark avslutning av året

Baserat på bolagets trading update höjer vi EPS-estimatet med 4,6%. Bolaget fortsätter att överraska positivt på lönsamheten till följd av prisoptimeringar och god kontroll av kostnadsbasen. För kommande två år höjer vi våra intäktsestimater med 3,3% respektive 4,7%. Det reflekterar bolagets nyligen genomförda förvärv samt fortsatt marginalexpansion. Estimat på innevarande år är rensade för EO-poster.

Höjer motiverat värde

Baserat på den fortsatta utvecklingen i kvartalet höjer vi vårt motiverade värde till 470–475 kr ifrån 450–460 kr. Vi ser en ytterligare uppsida för våra estimat och motiverat värde vid framtida förvärv.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	470.0 - 475.0	
EPS, just 21e	9.22	8.82	4.6%	Omsättning, mkr	1,464	1,953	2,316	2,663	Aktiekurs	413.0
EPS, just 22e	10.68	10.48	2.0%	Tillväxt	(22)%	33%	19%	15%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	12.7	12.25	3.6%	EBITDA, mkr	155	360	405	466		
				EBIT, mkr	65	266	307	362		
				EPS, justerad	2.0	9.2	10.7	12.7		
				EPS tillväxt	(75)%	370%	16%	19%		
				EK/aktie	36.7	47.4	53.4	60.8		
				Utdelning/aktie	1.2	4.6	5.4	6.4		
				EBIT-marginal	4.4%	13.6%	13.2%	13.6%		
				ROE	5.3%	19.5%	20.0%	20.9%		
				ROCE	5.7%	20.5%	21.7%	23.3%		
				EV/Sales	5.3x	4.0x	3.4x	2.9x		
				EV/EBITDA	50.2x	21.7x	19.2x	16.7x		
				EV/EBIT	120.7x	29.3x	25.4x	21.5x		
				P/E, justerad	210.6x	44.8x	38.7x	32.5x		
				P/EK	11.2x	8.7x	7.7x	6.8x		
				Direktavkastning	0.3%	1.1%	1.3%	1.5%		
				FCF yield	3.1%	1.9%	2.4%	3.0%		
				Nettosk./EBITDA	(1.2)g	(1.0)g	(1.1)g	(1.3)g		

Kommande händelser	
Q4'21 rapport	den 23 februari 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	19m
Börsvärde	7,978
Nettoskuld	(183)
EV	7,795
Free float	31%
Daglig handelsvolym, snitt	6(k)
Reuters/Bloomberg	BTSb.ST/BTSB SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Höjd guidance ger bränsle åt estimat och motiverat värde

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.

Bolagsprofil

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 470–475 kr. Vi ser ytterligare uppsida vid framtida förvärv, som vi bedömer som sannolika, samt en uppgradering av guidance.

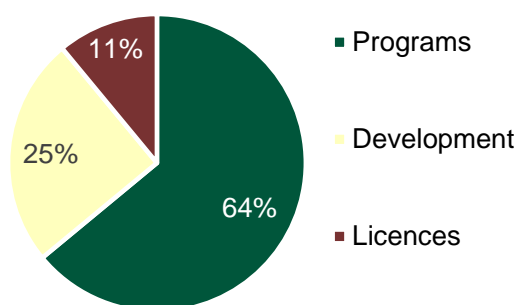
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kaptial
Henrik Ekelund	40,6%	18,6%
Stefan af Petersens	9,9%	12,0%
SEB Fonder	7,4%	10,4%
Nordea Fonder	6,3%	9,3%
Övriga	35,9%	49,7%
Ordförande		Reinhold Geijer
Verkställande direktör		Henrik Ekelund
Finansdirektör		Stefan Brown
Investerarkontakt		Michael Wallin
Hemsida		https://www.bts.com/

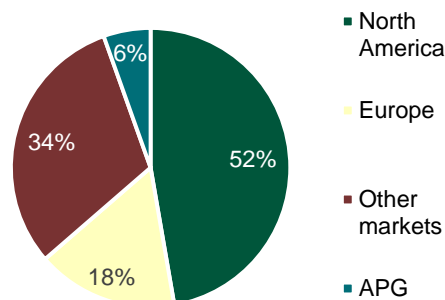
Estimatförändringar

	Estimat förändringar		
	2021	2022	2023
Sales	-1%	3,3%	4,7%
EBITDA	5,0%	3,3%	4,7%
EBIT	4,4%	1,9%	3,5%
EPS, adj	4,6%	2,0%	3,6%

Intäktsslag 9m



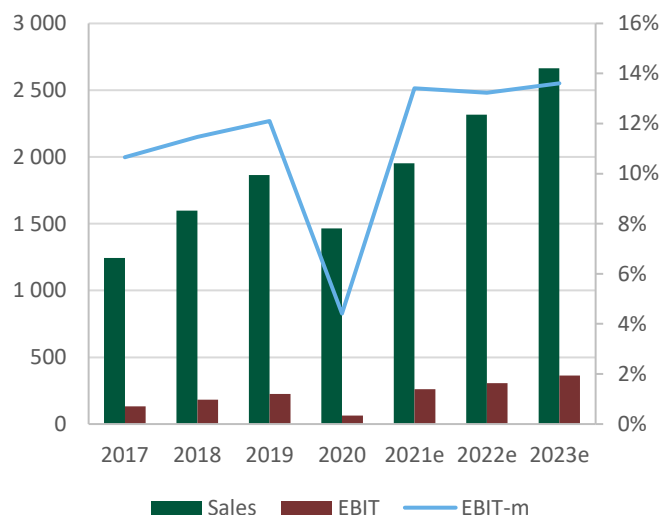
Geografiska segment 9m



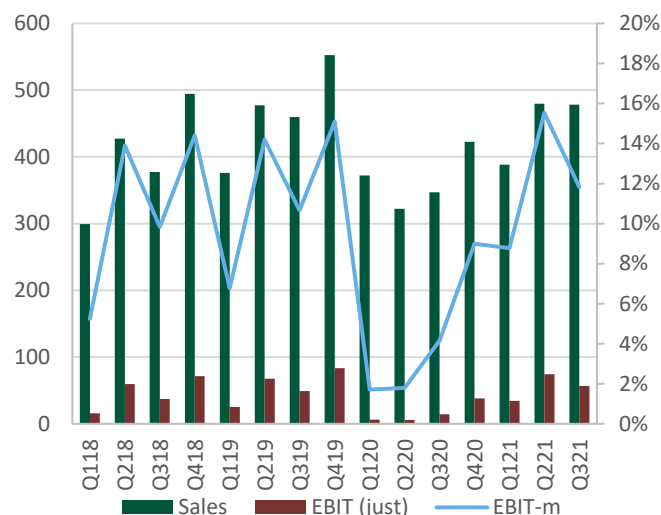
Bolaget

Bolaget

Försäljning och EBIT (y/y)



Försäljning och EBIT (q/q)



Källa: BTS, EPB

Kvartalet i detalj

Tillväxten i kvartalet, rensat från valutaeffekter uppgick till 40% y/y. Jämfört med 2019 var tillväxten, rensat för valutaeffekter, 15%. Då inga resekostnader debiteras till kunder är den underliggande tillväxten ca 5% högre. Nedan följer en kort genomgång av de olika segmenten:

- **BTS Nordamerika:** Nordamerika var det starkaste segmentet under Q3. Omsättningen uppgick till 251 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 60% y/y eller 65% valutarensat. EBITA uppgick till 37,6 mkr vilket motsvarar en marginal om 15%. Jämfört med 2019 ökade omsättningen, rensat för valutaeffekter till 24%. Nordamerika är den marknad där BTS sett störst lönsamhetsexpansion till följd av optimering av priser och leveranser.
- **BTS Europa:** Omsättningen i Q3 uppgick till 77 mkr vilket motsvarar en negativ tillväxt om 18% jämfört med 2019, rensat för valutaeffekter. EBITA uppgick till 6,3 mkr vilket motsvarar en marginal om 8,2%. Intäkts tappet går att härleda till avslutandet av ett antal större projekt på den tyska marknaden under Q2. Vi bedömer att försäljningsutvecklingen i Europa kommer att återhämta sig under resterande delen av prognosperioden.
- **BTS Övriga marknader:** Omsättningen i Q3 uppgick till 124 mkr vilket motsvarar en valutarensad tillväxt om 35% y/y. Jämfört med 2019 uppgick den valutarensade tillväxten till 23%. EBITA uppgick till 18,9 mkr vilket motsvarar en EBITA-marginal om 15,3%.

Noterbart är att två av tre större 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 en disciplinerad prissättning. Vi ser en ytterligare uppsida i våra estimat givet att den europeiska marknaden återhämtar sig samt att marginalexpansionen fortsätter.

BTS har förvärvat det spanska bolaget Netmind SL baserat i Barcelona. Bolaget erbjuder utbildningar inom digitala förändringslösningar. Bolaget har närvaro i Spanien, USA och Latinamerika och har strax över 50 anställda. BTS har inte presenterat köpeskillingen i sin helhet men ca EUR 0,5m utgörs av nyemitterade BTS-aktier. BTS kommer att betala ut earn-outs under perioden 2022–2025 baserat på resultat.

Bolaget omsatte EUR 6,5m 2020 och har en relativt god marginal. Netmind SL är specialiserat på digitaliseringsprocesser, ett område där BTS nu stärker sin närvaro.

Estimatförändringar

Baserat på bolagets starka trading update samt förvärvet av Netmind SL gör vi följande estimatförändringar.

	Estimat förändringar		
	2021	2022	2023
Sales	-1%	3,3%	4,7%
EBITDA	5,0%	3,3%	4,7%
EBIT	4,4%	1,9%	3,5%
EPS, adj	4,6%	2,0%	3,6%

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			3 499
PV of terminal value (perpetuity formula)			5 388
Enterprise value			8 886
Latest net debt			-183
Minority interests & other			0
Equity value			9 069
No. of shares outstanding (millions)			19
Equity value per share (SEK)			469
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
	4.6	3.8	3.3
EV/EBITDA	25.0	21.9	19.1
EV/EBIT	33.9	29.0	24.5
EV/NOPLAT	43.5	37.2	31.4
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			52.4

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	7.0%
Extra risk premium	0.2%
Beta	1.0
Cost of equity	7.6%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	7.6%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	12.0%
Depreciation (% of sales)	2.0%
Capex (% of sales)	2.0%
Working cap. (% of sales)	3.0%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	6.5%	506	555	618	702	818
	7.0%	455	493	540	601	682
	7.5%	413	443	480	526	585
	8.0%	378	402	432	468	512
	8.5%	348	368	392	421	455
		Long-term EBIT margin				
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	6.5%	291	393	495	598	700
	7.0%	264	350	437	523	610
	7.5%	242	316	391	465	539
	8.0%	224	289	354	419	483
	8.5%	210	267	324	381	438

	2021-11-11	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33
DCF (SEKm)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Sales	1 865	1 464	1 953	2 316	2 663	3 034	3 423	3 824	4 231	4 634	5 026	5 396	5 735	6 032	6 279	
EBITDA	311	155	356	405	466	521	577	633	687	737	784	824	858	883	899	
- Depreciation	-86	-91	-94	-99	-104	-113	-121	-129	-136	-141	-144	-145	-144	-141	-136	
= EBIT	226	65	262	307	362	408	456	504	551	597	640	679	713	741	763	
- Tax on EBIT	-50	-14	-58	-67	-80	-90	-100	-111	-121	-131	-141	-149	-157	-163	-168	
+ NOPLAT	176	50	204	239	283	319	355	393	430	466	499	530	556	578	595	
+ Depreciation	86	91	94	99	104	113	121	129	136	141	144	145	144	141	136	
= Gross cash flow	262	141	298	338	386	431	477	522	565	606	643	675	701	720	731	
- Capex	-38	-148	-22	-22	-22	-28	-36	-44	-53	-63	-74	-85	-96	-108	-119	
- Increase (+decrease) in WC	-18	142	-99	-94	-90	-161	-12	-12	-12	-12	-12	-11	-10	-9	-7	
= Free cash flow from operations	206	136	177	221	274	242	430	466	500	531	557	579	594	603	605	
PV of cash flow				177	205	236	193	319	322	321	317	309	298	284	268	250
% of Enterprise value				2%	2%	3%	2%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Accumulated % of Enterprise value				2%	4%	7%	9%	13%	16%	20%	24%	27%	30%	34%	37%	39%

Key figures		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Sales growth			-21.5%	33.4%	18.6%	15.0%	13.9%	12.8%	11.7%	10.6%	9.5%	8.5%	7.4%	6.3%	5.2%	4.1%
EBITDA margin			11%	18%	18%	18%	17.2%	16.9%	16.5%	16.2%	15.9%	15.6%	15.3%	15.0%	14.6%	14.3%
EBITDA growth			-50%	129%	14%	15%	11.8%	10.7%	9.6%	8.5%	7.4%	6.3%	5.2%	4.1%	2.9%	1.8%
EBIT margin			4%	13%	13%	14%	13.5%	13.3%	13.2%	13.0%	12.9%	12.7%	12.6%	12.4%	12.3%	12.1%
Depreciation (% of sales)			6.2%	4.8%	4.3%	3.9%	3.7%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%
Capex (% of sales)			10.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
Capex (% of depreciation)			163%	23%	22%	21%	25%	29%	34%	39%	45%	51%	58%	67%	76%	87%
Working capital (% of sales)			0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Tax rate			22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	1243	1598	1865	1464	1953	2316	2663
Rörelsenkostnader	-1092	-1384	-1554	-1309	-1593	-1911	-2197
EBITDA	151	214	311	155	360	405	466
Avskrivningar	-18	-31	-86	-91	-94	-99	-104
Goodwillnedskrivningar							
Rörelseresultat (EBIT)	132	183	226	65	266	307	362
Extraordinära Poster	0	0	0	0	50	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	132	183	226	65	316	307	362
Finansnetto	-1	-3	-10	-14	-10	-10	-10
Resultat före skatt	131	180	216	51	306	297	353
Skatter	-33	-54	-66	-16	-78	-90	-107
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	98	127	150	35	228	206	245
Nettoresultat (just)	98	127	151	35	178	206	245

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	425	455	536	549	485	419	349
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	75	75	75
Materiella anläggningstillgångar	30	39	220	185	177	166	155
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
Summa anläggningstillgångar	550	581	851	826	754	677	596
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	335	512	514	409	508	602	692
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	134	134	134
Likvida medel	200	262	316	591	716	817	950
Summa omsättningstillgångar	676	947	1018	1134	1358	1553	1777
SUMMA TILLGÅNGAR	1226	1528	1869	1960	2112	2231	2373
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	581	704	840	710	912	1031	1172
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	581	704	840	710	912	1031	1172
Långfristiga finansiella skulder	126	103	76	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	28	28	28	28
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	180	201	288	403	353	353	353
Summa Långfristiga skulder	306	304	364	431	381	381	381
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
Summa kortfristiga skulder	339	520	665	820	820	820	820
Summa Eget Kapital och skulder	1226	1528	1869	1960	2112	2231	2373

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	98	127	151	35	175	206	245
Icke kassaflödespåverkande poster	1	58	85	65	94	99	104
Förändringar i rörelsekapital	-1	-27	-18	142	-99	-94	-90
Kassaflöde från den operationella verksamheten	98	158	218	242	170	211	259
Investeringar	-80	-37	-38	-148	-22	-22	-22
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	18	121	180	94	148	189	237
Utdelningar	-47	-53	-69	-70	-23	-88	-103
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
Kassaflöde	73	50	48	307	125	101	133
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0					
Nettoskuld (just)	-74	-97	-186	-187	-312	-413	-546

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
Omsättningsstillväxt	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%

Kvartalsvisdata

	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Nettoomsättning	274,0	331,8	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	476,2
Rörelsekostnader	-255,0	-294,8	-234,9	-317,0	-278,2	-360,3	-333,6	-414,4	-331,4	-390,4	-387,9	-444,6	-343,7	-293,5	-310,5	-381,0	-330,9	-383,6	-397,0
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	79,6
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	-16,4	-16,8	-15,7	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-2,5	-2,5	-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	-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	56,5
Extraordinära Poster																			49,7
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	106,2
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	-4,6	-4,5
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	101,9
Skatter	-5,2	-13,9	-9,8	-4,4	-4,4	-17,4	-11,1	-20,8	-8,8	-19,8	-14,0	-25,1	-1,3	-0,4	-3,4	-10,7	-9,4	-21,3	-16,5
Nettoresultat 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	85,4
Tillväxt och marginaler	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Omsättningsstillväxt	22%	18%	1%	9%	9%	29%	40%	34%	26%	12%	22%	12%	-1%	-32%	-25%	-24%	4%	49%	38%
EBIT, tillväxt	60%	31%	11%	5%	7%	40%	24%	57%	62%	14%	32%	17%	-75%	-91%	-71%	-54%	435%	1188%	291%
EBITDA-marginal	6%	13%	12%	13%	6%	15%	10%	15%	11%	17%	14%	19%	4%	5%	7%	11%	10%	18%	14%
EBIT-marginal	3%	8%	5%	8%	3%	11%	7%	13%	5%	12%	9%	15%	1%	1%	3%	7%	6%	13%	10%
Skattesats	36%	33%	33%	10%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	30%	29%	31%	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 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