



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 25 Februari 2022

BTS Group

Stabilitet i osäkra tider

Avslutar året starkt

Omsättningen 2021 uppgick till 1 917 mkr vilket var ca 2% lägre än våra estimat. Rensat för FX motsvarar det en tillväxt om 13% vs. 2019. Då man vid virtuella leveranser inte vidarefakturerar vissa kostnader är tillväxten högre och motsvarar en tillväxt om 18%. EBITA för 2021 uppgick till 388 mkr och rensat för EO-poster uppgick EBITA till 288 mkr. Marginalen var 17,6% vilket är högre än bolagets långsiktiga mål om 15%.

Marginella justeringar

Bolaget ger en guidance om att 2022 kommer vara bättre än 2021 vilket historiskt har betytt en EBITA tillväxt om minst 10%. Då bolaget nått sina marginalmål om en EBITA-marginal om 15% höjer de nu till 17% på sikt. Baserat på detta höjer vi våra EBITDA-estimat med i snitt 10% över prognosperioden. EPS förblir dock i snitt oförändrad då avskrivningar hänförliga till IFRS-16 stiger med i snitt 9 mkr per kvartal framöver.

Bibehåller motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 470-475 kr per aktie. Trots det osäkra geopolitiska läget ser vi ingen anledning att justera avkastningskrav eller långsiktiga prognoser. Vi bedömer att förvärv är en potentiell kurstrigger framöver.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	470.0 - 475.0	
EPS, justerad 22e	10.7	10.7	0.0%	Omsättning, mkr	1,917	2,314	2,685	3,020	Aktiekurs	356.0
EPS, justerad 23e	12.8	12.7	1.1%	Tillväxt	31%	21%	16%	13%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	14.8	14.8	0.0%	EBITDA, mkr	359	444	510	574		
				EBIT, mkr	256	309	368	425		
				EPS, justerad	8.8	10.7	12.8	14.8		
				EPS tillväxt	350%	21%	20%	16%		
				EK/aktie	49.2	54.9	62.2	70.3		
				Utdelning/aktie	4.8	5.4	6.4	7.4		
				EBIT-marginal	13.3%	13.4%	13.7%	14.1%		
				ROE	17.4%	18.9%	20.0%	20.5%		
				ROCE	16.9%	19.0%	20.8%	22.0%		
				EV/Sales	3.5x	2.9x	2.5x	2.3x		
				EV/EBITDA	18.9x	15.3x	13.3x	11.8x		
				EV/EBIT	26.6x	22.0x	18.5x	16.0x		
				P/E, justerad	40.4x	33.3x	27.7x	24.0x		
				P/EK	7.2x	6.5x	5.7x	5.1x		
				Direktavkastning	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%		
				FCF yield	2.6%	3.4%	3.4%	4.1%		
				Nettosk./EBITDA	(0.2)g	(0.6)g	(0.8)g	(1.1)g		

Kommande händelser	
Q1'22 rapport	2022-05-13

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	20m
Börsvärde	7,111
Nettoskuld	(313)
EV	6,798
Free float	31%
Daglig handelsvolym, snitt	13(k)
Reuters/Bloomberg	BTSb.ST/BTSB SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Stabilitet i osäkra tider

Investment Case

BTS utvecklar och förpackar kundernas 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 om 450-460 kr. Vi ser ytterligare uppsida vid framtida förvärv som vi bedömer som sannolika samt en uppgradering av guidance.

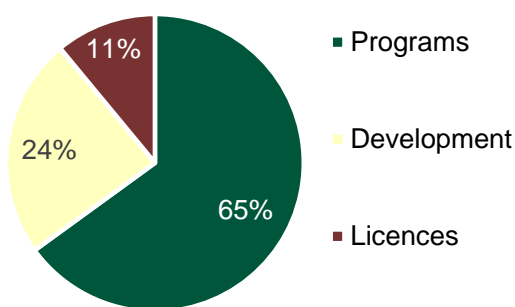
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kaptial
Henrik Ekelund	40,6%	18,6%
Stefan af Petersens	9,9%	12,0%
SEB Fonder	7,4%	10,8%
Lannebo Fonder	10,0%	7,2%
Övriga	32,2%	51,4%
Ordförande		Reinhold Geijer
Verkställande direktör		Henrik Ekelund
Finansdirektör		Stefan Brown
Investerarkontakt		Michael Wallin
Hemsida		https://www.bts.com/

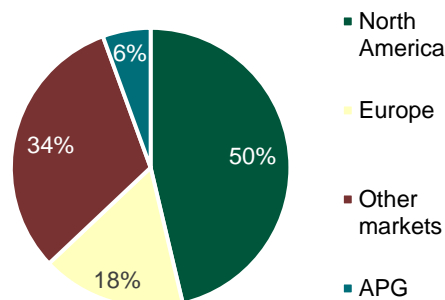
Estimatförändringar

Estimat förändringar	2022	2023	2024
Sales	-0,1%	0,8%	0,0%
EBITDA	9,7%	9,4%	0,0%
EBIT	0,9%	1,6%	0,0%
EPS, adj	0,0%	0,8%	0,0%

Intäktsslag 9m



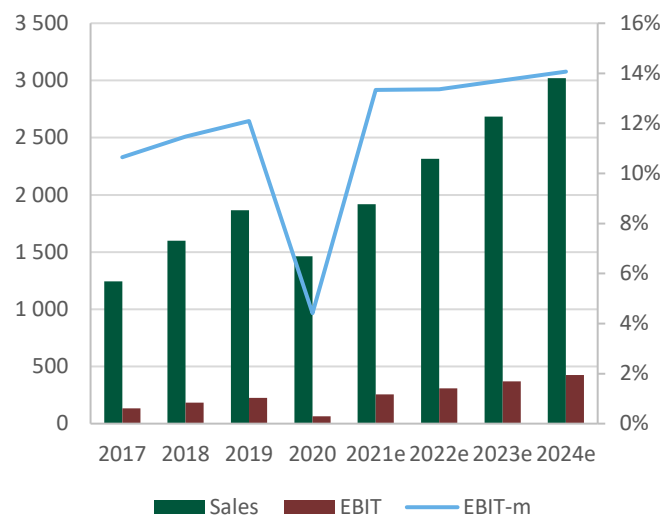
Geografiska segment 9m



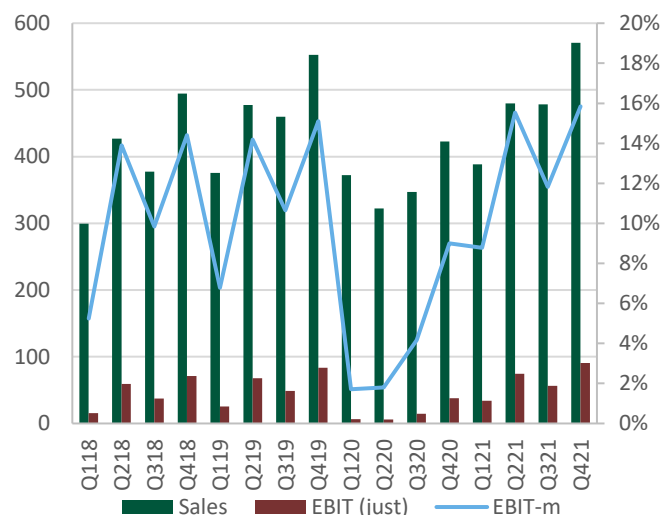
Bolaget

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:** Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 250 mkr vilket valutarensat motsvarar en tillväxt om 39%. EBITA uppgick till 46 mkr vilket motsvarar en marginal om 18,5%. Bolaget har på den nordamerikanska marknaden sett en mycket stark efterfrågan vilket gjort att projekt flyttats från Q4 till Q1'22. Jämfört med 2019 steg omsättningen med 11% valutarensat och rörelseresultatet med 44%. Sammanfattningsvis ser vi att den nordamerikanska marknaden kommer fortsätta vara stark framöver.
- **BTS Europa:** Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 114 mkr vilket valutarensat motsvarar en tillväxt om 21%. EBITA uppgick till 20 mkr vilket motsvarar en marginal om 17,7%. Jämfört med 2019 minskade omsättningen valutarensat med 9%. Bolaget har under H1'21 avslutat 2 större projekt på den tyska marknaden vilket är förklaringen till nedgången. Övriga europeiska marknader har varit starka och bolaget räknar med en god tillväxt ifrån regionen under 2022.
- **BTS Övriga marknader:** Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 166 mkr. Rensat för valutaeffekter uppgick tillväxten till 36%. EBITA uppgick till 29 mkr vilket motsvarar en marginal om 17,5%. Jämfört med 2019 uppgick den valutarensade tillväxten till 26%. Tillväxten på övriga marknader har accelererat under kvartalet och vi bedömer att den kommer vara fortsatt stark under 2022.

Sammanfattningsvis ser vi att BTS kommer att gå in i 2022 med ett bra momentum. Vi noterar även att bolaget har FX-medvindar i inledningen av året.

Estimatförändringar

Vi gör endast marginella estimatförändringar för prognosperioden. EPS-förändringen är hänförligt till ökade avskrivningar som en följd av IFRS-16.

Estimat förändringar			
	2022	2023	2024
Sales	-0,1%	0,8%	0,0%
EBITDA	9,7%	9,4%	0,0%
EBIT	0,9%	1,6%	0,0%
EPS, adj	0,0%	0,8%	0,0%

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			3 900
PV of terminal value (perpetuity formula)			5 185
Enterprise value			9 085
Latest net debt			-313
Minority interests & other			0
Equity value			9 398
No. of shares outstanding (millions)			20
Equity value per share (SEK)			470
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
	4.7	3.9	3.4
EV/EBITDA	25.3	20.4	17.8
EV/EBIT	35.6	29.4	24.7
EV/NOPLAT	45.6	37.7	31.6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			52.4

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	7.0%
Extra risk premium	0.8%
Beta	1.0
Cost of equity	8.2%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	8.2%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	13.0%
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%	565	619	688	780	909
	7.0%	509	551	603	670	760
	7.5%	463	497	537	588	653
	8.0%	425	452	484	524	573
	8.5%	393	415	441	473	511
		Long-term EBIT margin				
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	6.5%	315	419	522	626	730
	7.0%	287	375	463	551	638
	7.5%	265	341	416	492	567
	8.0%	247	313	379	445	511
	8.5%	232	290	348	406	464

	2022-02-24	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	1 917	2 314	2 685	3 020	3 432	3 859	4 295	4 728	5 149	5 547	5 910	6 227	6 487	
EBITDA	311	155	359	444	510	574	627	691	753	812	866	913	951	979	997	
- Depreciation	-86	-91	-104	-135	-142	-149	-161	-169	-176	-179	-180	-177	-171	-162	-149	
= EBIT	226	65	256	309	368	425	466	522	578	633	686	736	780	818	848	
- Tax on EBIT	-50	-14	-56	-68	-81	-93	-103	-115	-127	-139	-151	-162	-172	-180	-186	
+ NOPLAT	176	50	199	241	287	331	364	407	451	494	535	574	608	638	661	
+ Depreciation	86	91	104	135	142	149	161	169	176	179	180	177	171	162	149	
= Gross cash flow	262	141	303	376	429	480	525	576	626	673	715	751	779	799	810	
- Capex	-38	-148	-182	-21	-21	-21	-35	-43	-53	-64	-75	-87	-99	-111	-123	
- Increase (+decrease) in WC	-18	142	-48	-45	-96	-87	-12	-13	-13	-13	-13	-12	-11	-10	-8	
= Free cash flow from operations	206	136	73	310	311	372	477	520	560	596	628	652	670	679	680	
PV of cash flow				75	292	271	299	355	358	356	351	341	328	311	292	270
% of Enterprise value				1%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Accumulated % of Enterprise value				1%	4%	7%	10%	14%	18%	22%	26%	30%	33%	37%	40%	43%

Key figures															
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Sales growth		-21.5%	30.9%	20.7%	16.0%	14.8%	13.6%	12.5%	11.3%	10.1%	8.9%	7.7%	6.5%	5.4%	4.2%
EBITDA margin		11%	19%	19%	19%	19.0%	18.3%	17.9%	17.5%	17.2%	16.8%	16.5%	16.1%	15.7%	15.4%
EBITDA growth		-50%	131%	24%	15%	12.5%	9.3%	10.2%	9.0%	7.8%	6.6%	5.4%	4.2%	3.0%	1.8%
EBIT margin		4%	13%	13%	14%	13.6%	13.6%	13.5%	13.5%	13.4%	13.3%	13.3%	13.2%	13.1%	13.1%
Depreciation (% of sales)		6.2%	5.4%	5.8%	5.3%	5.0%	4.7%	4.4%	4.1%	3.8%	3.5%	3.2%	2.9%	2.6%	2.3%
Capex (% of sales)		10.1%	9.5%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
Capex (% of depreciation)		163%	175%	16%	15%	14%	22%	26%	30%	35%	42%	49%	58%	69%	82%
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	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1243	1598	1865	1464	1917	2314	2685	3020
Rörelsenkostnader	-1092	-1384	-1554	-1309	-1557	-1870	-2175	-2446
EBITDA	151	214	311	155	359	444	510	574
Avskrivningar	-18	-31	-86	-91	-104	-135	-142	-149
Goodwillnedskrivningar								
Rörelseresultat (EBIT)	132	183	226	65	256	309	368	425
Extraordinära Poster	0	0	0	0	50	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	132	183	226	65	305	309	368	425
Finansnetto	-1	-3	-10	-14	-16	-12	-12	-12
Resultat före skatt	131	180	216	51	289	297	356	413
Skatter	-33	-54	-66	-16	-75	-90	-108	-125
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	98	127	150	35	214	207	248	288
Nettoresultat (just)	98	127	151	35	165	207	248	288

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	425	455	536	549	830	796	761	723
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	115	115	115	115
Materiella anläggningstillgångar	30	39	220	185	180	100	15	-75
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	8	15	13	17	22	22	22	22
Summa anläggningstillgångar	550	581	851	826	1147	1033	913	785
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	335	512	514	409	557	602	698	785
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	194	194	194	194
Likvida medel	200	262	316	591	594	777	946	1149
Summa omsättningstillgångar	676	947	1018	1134	1345	1573	1837	2128
SUMMA TILLGÅNGAR	1226	1528	1869	1960	2492	2606	2750	2913
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	581	704	840	710	983	1097	1242	1405
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	581	704	840	710	983	1097	1242	1405
Långfristiga finansiella skulder	126	103	76	0	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	28	0	0	0	0
Uppsiktutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	180	201	288	403	529	529	529	529
Summa Långfristiga skulder	306	304	364	431	529	529	529	529
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	339	520	665	820	979	979	979	979
Summa kortfristiga skulder	339	520	665	820	979	979	979	979
Summa Eget Kapital och skulder	1226	1528	1869	1960	2492	2606	2750	2913

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	98	127	151	35	165	207	248	288
Icke kassaflödespåverkande poster	1	58	85	65	152	135	142	149
Förändringar i rörelsekapital	-1	-27	-18	142	-5	-45	-96	-87
Kassaflöde från den operationella verksamheten	98	158	218	242	312	297	294	349
Investeringar	-80	-37	-38	-148	-182	-21	-21	-21
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	18	121	180	94	130	276	272	328
Utdelningar	-47	-53	-69	-70	-23	-93	-104	-124
Nyemission/återköp	101	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	-18	-63	282	-137	0	0	0
Kassaflöde	73	50	48	307	-30	183	168	204
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	-74	-97	-186	-187	-157	-340	-508	-712

Nyckeltal

Aktiedata								
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	4,92	6,34	7,79	1,96	8,82	10,69	12,80	14,84
EPS Justerad	4,92	6,34	7,79	1,96	8,82	10,69	12,80	14,84
FCF/aktie	0,90	6,07	9,01	4,73	6,52	13,81	13,63	16,41
Utdelning/aktie	2,80	3,60	3,60	1,20	4,80	5,35	6,41	7,43
EK/Aktie	29,07	35,26	42,04	35,54	49,23	54,94	62,16	70,33
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	19,97	19,97	19,97	19,97	19,97	19,97	19,97	19,97
Värdering								
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	nmf	67,5	55,0	218,2	48,5	40,0	33,4	28,8
P/EK	14,7	12,1	10,2	12,0	8,7	7,8	6,9	6,1
P/FCF	475,0	70,6	47,5	90,5	65,7	31,0	31,4	26,1
Direktavkastning	0%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%
Utdelningsandel, justerad	57%	57%	46%	61%	54%	50%	50%	50%
EV/Salés	6,6	5,1	4,4	5,6	4,3	3,5	3,1	2,7
EV/EBITDA	54,4	38,3	26,3	52,7	22,8	18,4	16,1	14,3
EV/EBIT	99,0	16,1	25,4	28,4	10,2	7,5	22,3	19,3
Tillväxt och marginaler								
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningsstillväxt	12%	29%	17%	-22%	31%	21%	16%	13%
EBIT, tillväxt	18%	39%	23%	-71%	372%	1%	19%	15%
EPS just, tillväxt	31%	29%	23%	-75%	350%	21%	20%	16%
EBITDA marginal	12%	13%	17%	11%	19%	19%	19%	19%
EBIT marginal	11%	11%	12%	4%	13%	13%	14%	14%
Skattesats	25%	30%	30%	31%	26%	30%	30%	30%
Lönsamhet								
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROE	-1%	9%	6%	3%	14%	16%	16%	16%
ROCE	2%	6%	1%	5%	13%	15%	15%	15%

Kvartalsvisdata

Resultaträkning																				
	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Nettoomsättning	274,0	331,6	266,8	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	478,2	570,7
Rörelsekosnader	-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	-397,0	-445,9
Rörelseresultat (EBITDA)	16,4	44,1	31,6	48,8	16,5	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	113,5
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	-16,8
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-2,5	-2,6	-2,3	-2,4	-4,7	-4,5	-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	-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	90,4
Finansresultat (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	90,4
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	-4,3	-4,9
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	85,5
Skatter	-5,2	-13,9	-9,9	-4,4	-4,4	-17,4	-11,1	-20,9	-6,8	-19,8	-14,0	-25,1	-1,3	-0,4	-3,4	-10,7	-9,4	-21,3	-16,5	-27,3
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	58,2
Tillväxt och marginaler																				
Omsättnings tillväxt	22%	18%	11%	9%	9%	29%	40%	34%	26%	12%	22%	12%	-1%	-32%	-25%	-24%	4%	46%	38%	35%
EBIT, tillväxt	60%	31%	11%	5%	7%	40%	24%	57%	62%	14%	32%	17%	-75%	-91%	-71%	-54%	435%	1188%	291%	138%
EBITDA-marginal	6%	13%	12%	13%	6%	15%	10%	15%	11%	17%	14%	19%	4%	5%	7%	11%	10%	18%	14%	21%
EBIT-marginal	3%	8%	5%	8%	3%	11%	7%	13%	6%	12%	9%	15%	1%	1%	3%	7%	6%	13%	10%	16%
Skattesats	36%	33%	33%	10%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	30%	29%	31%	31%	31%	30%	16%	32%

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 fondhandlarförningens 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