



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Diversifierade teleoperatörer | Sverige | 23 november 2022

Transtema

Kapitaliserar på investeringarna i infrastruktur

Marknaden har förbiset Transtemas utveckling

Vi initierar teckning på Transtema, marknadsledare i Sverige för service och underhåll av telekomnät, med ett motiverat värde på 41-43 kr. Trots att EPS har vuxit med över 500% sedan september 2020 har kursen halverats från toppen i december 2021, vilket står i kontrast till konkurrenten Eitel vars aktiekurs har sett likartad rörelse fast med kraftigt fallande vinsttrend. Det verkar som om marknaden har förbiset Transtemas starka utveckling. Med ca 40% service och underhåll ser vi den operationella risken som låg. Dessutom har bolaget levererat på sin tillväxtstrategi – de har redan levererat en stor del av den tillväxt de skulle behöva nå 2026 för att uppnå sina finansiella mål.

Telekommarknad under förändring...

Den nordiska telekommarknaden genomgår för tillfället en större omställning där kopparnätet stängs ned och ersätts med fiber och mobila nät samtidigt som 5G-nätet rullas ut. Total omsättning för elektronisk kommunikation har dock inte vuxit det senaste decenniet, vilket har lett till att operatörerna i högre grad har outsourcat sin infrastruktur samt att de ökat fokus på content. Detta har i sin tur ökat deras behov av partners. Mobil står för 60% av operatörernas intäkter och kraven på näten ökar samtidigt som 4G-nätet är fullt. Transtema är perfekt positionerad för att kunna ta del av den utbyggnad som sker och den service av näten som kommer att följa.

...skapar stora möjligheter för Transtema

För att ersätta servicevolymerna av kopparnäten, för att diversifiera sin kundexponering och för att kapitalisera på de enorma investeringarna i infrastruktur, genomgår Transtema en ompositionering. Tillväxten sker i tre dimensioner där de vill växa i närliggande produktområden, addera antalet kunder och expandera in i nya nordiska länder. Vi gillar att de växer inom närliggande områden – att de "gräver där de står", att de har en klar färdplan för hur de vill växa samt att de kontinuerligt exekverar vad de har sagt att de ska göra.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk															
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	41 - 43 kr													
Totala intäkter	2 361	0,0	2 648	0,0	Totala intäkter	1 690	2 361	2 648	2 728	Aktiekurs	26,7 kr												
EBITDA, just.	250	0,0	288	0,0	Intäktstillväxt	20%	40%	12%	3%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	2,6	0,0	3,3	0,0	EBITDA, just.	195	250	288	299	<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>													
<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, just.	117	153	179	187															
				EPS, just.	2,1	2,6	3,3	3,6															
Q4 - rapport	09 februari 2023			EPS-tillväxt	>100%	4%	38%	9%															
Q1 - rapport	04 maj 2023			EK/aktie	6,5	8,9	12,3	16,0															
<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EBIT-marginal	7,4%	6,1%	6,8%	6,8%															
				ROE, just.	40,1%	34,1%	31,4%	25,6%															
Antal aktier	38m			ROCE, just.	30,2%	31,5%	28,6%	26,9%															
Börsvärde	1 025			EV/Sales	1,1x	0,5x	0,4x	0,3x															
Nettoskuld	110			EV/EBITDA	9,3x	4,5x	3,2x	2,5x															
EV	1 135			EV/EBIT	15,6x	7,4x	5,2x	4,1x															
Free float	65%			P/E, just.	22,4x	10,2x	8,0x	7,4x															
Daglig handelsvolym, snitt	110k			P/EK	7,4x	3,0x	2,2x	1,7x															
Bloomberg Ticker	TRANS SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	0,0x	0,5x	-0,3x	-0,9x															
<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #006666; color: white; padding: 5px;">Intressekonflikter</div>						<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Markus Almerud																							
markus.almerud@penser.se																							

Investment case

Tydlig strategi som till stor del är exekverad på: Transtema har låg kapitalbindning och hög lönsamhet och prioriterar tillväxt i närliggande produktområden och geografier. De ”gräver där de står”, vilket minskar risken i tillväxtstrategin. Inför bytet till börsens huvudlista hösten 2021 satte bolaget nya mål med en klar färdplan som sträckte sig till 2025. Efter knappt ett år har de redan exekverat cirka 70% av tillväxten. Lönsamheten samt snabb exekvering av den satta strategin är alla tecken på bolagets höga kvalitet.

Marknaden har förbisett Transtemas vinstutveckling: I kontrast till huvudkonkurrenten Eltel, vars vinst har sjunkit kraftigt, har Transtema ökat vinsten med 500% sedan september 2020. Trots detta har vi sett likartad kursutveckling – marknaden verkar helt förbise Transtemas vinstutveckling. En anledning kan vara Telias historiska dominans som kund. Med förvärvet av Tessta i mars 2022 sjönk dock Telias andel av försäljningen från över 70% till under 50% och vi tror denna andel kommer minska till cirka en tredjedel de kommande åren. Detta borde leda till en omvärdering av bolaget.

Enorm tillväxtpotential: Transtemas expansion sker i tre vertikaler – närliggande produktområden, nya kunder och geografiskt. Med förvärvet av Tessta gick de in i Norge samt blev en betydande kund hos Telenor. Detta skapade en möjlighet till fortsatt expansion i Norge samt hos Telenor som kund. Vi tror att det kommer mer av detta. Samtidigt har operatörerna accelererat sin outsourcing för att synliggöra värden och tillåta fokus på nya intäktströmmar. Detta betyder att de behöver sina partners i allt högre grad, samtidigt som det skapas nya möjligheter för tillväxt för bolag såsom Transtema.

Hållbar verksamhet kommer leda till högre marknadsandelar: Säkert och hållbart börjar idag bli skall-krav vid upphandlingar och med ökade krav tror vi Transtema kan vinna marknadsandelar. Bolaget har tydliga och mätbara mål samt handlingsplaner för varje område. Hållbarhetsarbetet är kopplat till FN:s Agenda 2030, de globala målen samt FN:s Global Compact. CO₂-utsläppen ska vara noll 2030 inom Scope 1 och 2 medan indirekta utsläpp (Scope 3) ska minska med 50%.

Bolagsbeskrivning

Transtema, som grundades 1997, är idag ett av Sveriges ledande företag när det gäller att bygga, underhålla och sköta driften av olika typer av kommunikationsnät – mobila nät, fiber och koppar.

Målgruppen är teleoperatörer, stadsnät, kraftbolag, myndigheter och större företag. Med sina multitekniker kan Transtema verka brett över flera teknologier, från nedmontering av de gamla 3G-näten samt service och uppgradering av de befintliga näten, till nyinstallation av 5G-nät och IoT-infrastruktur (Internet of Things).

Värdering

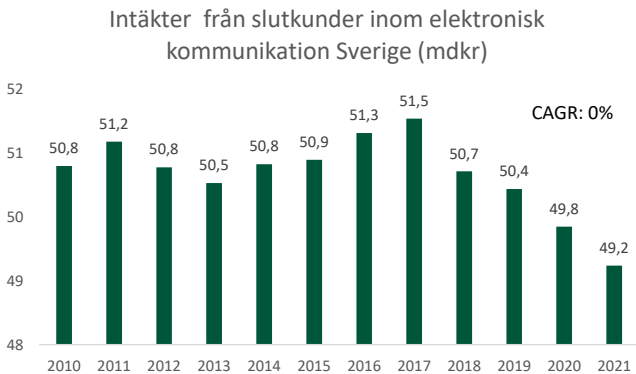
Vi värderar Transtema med ett genomsnitt av målmultiplar och SOTP. Vi har valt att applicera våra multiplar på 2023 års vinst och har sedan nuvärdesberäknat dessa. Vi använder ett genomsnitt mellan P/E, EV/EBITA och EV/EBITDA och har lagt oss i mitten av peer-gruppen när vi har satt våra målmultiplar. Vi når ett värde på 43 kr i vår multipelvärdering och 42 kr i vår SOTP. Vår DCF, där vi använder en WACC på 12%, visar ett värde på 60 kr.

Motiverat värde

41-43 kr

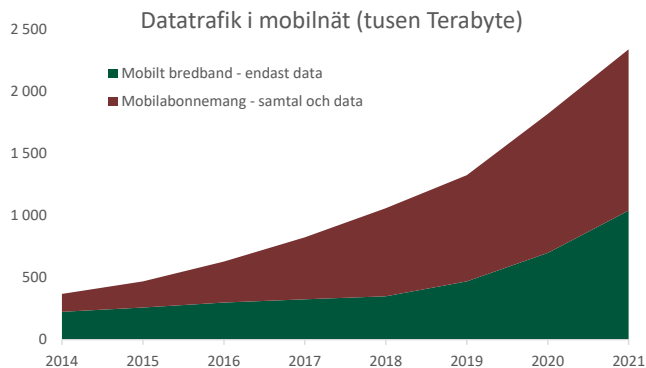
Investeringscasen i bilder

Diagram 1: Intäkterna från elektronisk kommunikation har inte vuxit det senaste decenniet...



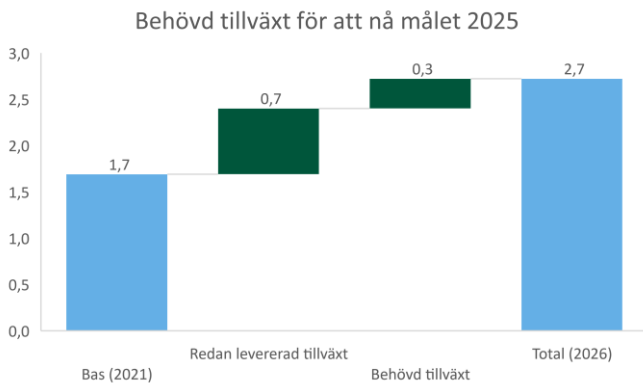
Källa: PTS, EPB

Diagram 2: ...samtidigt som trafiken i näten växer kontinuerligt, vilket leder till ökat behov av partnerskap



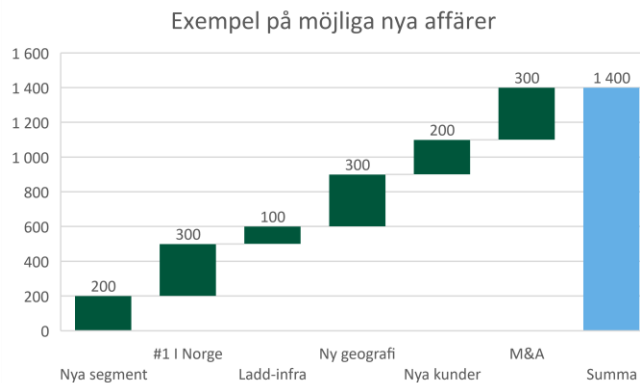
Källa: PTS, EPB

Diagram 3: Transtema har redan nått 70% av målet för 2026...



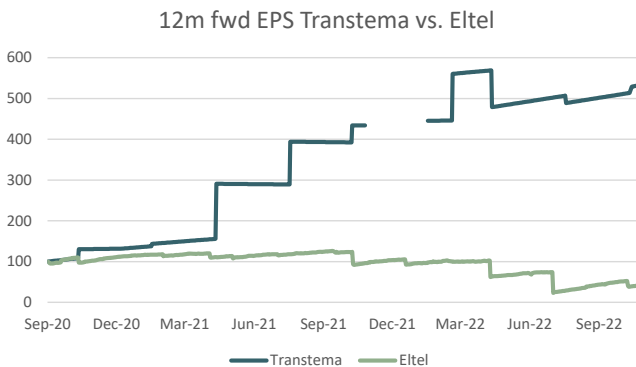
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: ...och möjligheterna att växa är enorma



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 5: Trots att vinsten har vuxit betydligt mer än till exempel Eltel...



Källa: Factset, EPB

Diagram 6: ...så har kursen nästan halverats



Källa: Factset, EPB

Fokus på service och underhåll ger stabila kassaflöden och lägre risk

Transtema, som grundades 1997 (se tidslinje nedan), är idag ett av Sveriges ledande företag när det gäller att bygga, underhålla och sköta driften av olika typer av kommunikationsnät – mobila nät, fiber och koppar.

Erbjudandet omfattar

- Design, installation, nät drift och underhåll av fasta nät och mobilnät
- Leverans av nätverksprodukter och kundsupport
- Elteknik, lågspännings- och kommunikationslösningar
- Konsulttjänster

Målgruppen är teleoperatörer, stadsnät, kraftbolag, myndigheter och större företag. Med sina multitekniker kan Transtema verka brett över flera teknologier, från nedmontering av de gamla 3G-näten samt service och uppgradering av de befintliga näten, till installation av 5G-nät och IoT-infrastruktur (Internet of Things).

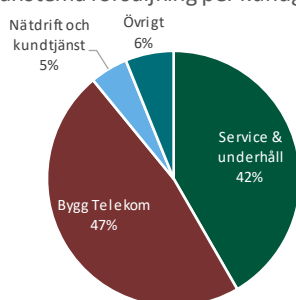
Helhetsleverantör med fokus på drift och underhåll

Bolaget är en helhetsleverantör med fokus på drift och underhåll som tar ett helhetsansvar för allt från design och installation till nät drift och underhåll. Service står för ca 40% av försäljningen och installation för telekomkunder för nästan hälften (Diagram 7). Affärsmixen ger ett förutsägbart kassaflöde, liten säsongsvariation och därmed begränsade risker. Medan den relativt stabila basaffären ger återkommande och förutsägbara intäkter, ger exponeringen mot ny teknik en möjlighet till tillväxt.

Efter förvärvet av Tessta i början av 2022 står Sverige för ungefär tre fjärdedelar av försäljningen, jämfört med 98% 2021 (Diagram 8). I Sverige är den främsta konkurrensfördelen och även inträdesbarriären att de har en rikstäckande organisation som når samtliga invånare i Sverige inom en dryg timme, samt att de har 900 servicetekniker ute på fältet. Medan bolaget är försvarare av marknadsledarskapet i Sverige, är de utmanare i Norge och barriärerna är därmed lägre.

Diagram 7: Den största delen av försäljningen är service och underhåll...

Transtema försäljning per kundgrupp *

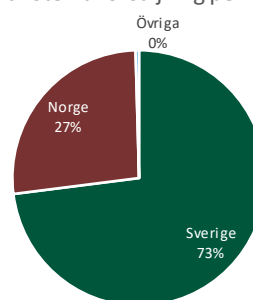


* Pro-forma inkl. Tessta

Källa: Bolaget, EPB

Diagram 8: ...och Sverige står för den största delen av omsättningen

Transtema försäljning per land



Källa: Bolaget, EPB

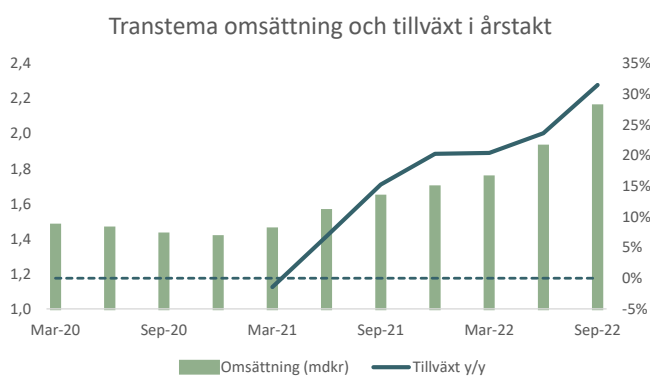
Har som mål att växa med 10% per år med en EBITA-marginal på över 7%

I samband med bolaget noterades på Stockholm Nasdaqs huvudlista i september 2021 sattes nya finansiella mål. I samband med rapporten för Q2 2022 höjdes målet för EBITA-marginal från 5% till 7%. De finansiella målen är:

- >10% omsättningstillväxt
- >7% EBITA-marginal
- <2,0 ND/EBITDA

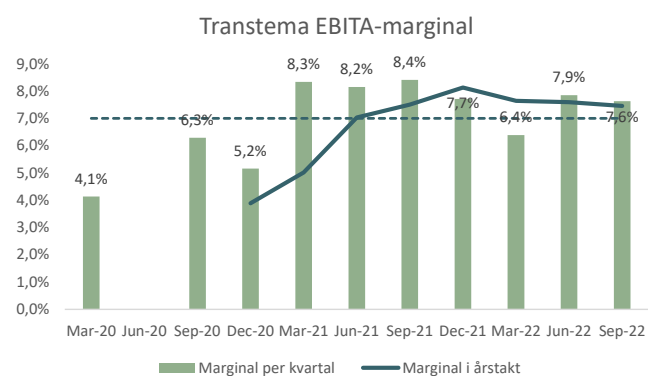
Tillväxten i årstakt har accelererat det senaste året (Diagram 9) och marginalen har legat klart över fem procent men ligger för tillfället inte över 7% i årstakt (Diagram 10).

Diagram 9: Tillväxten har accelererat de senaste kvartalen...



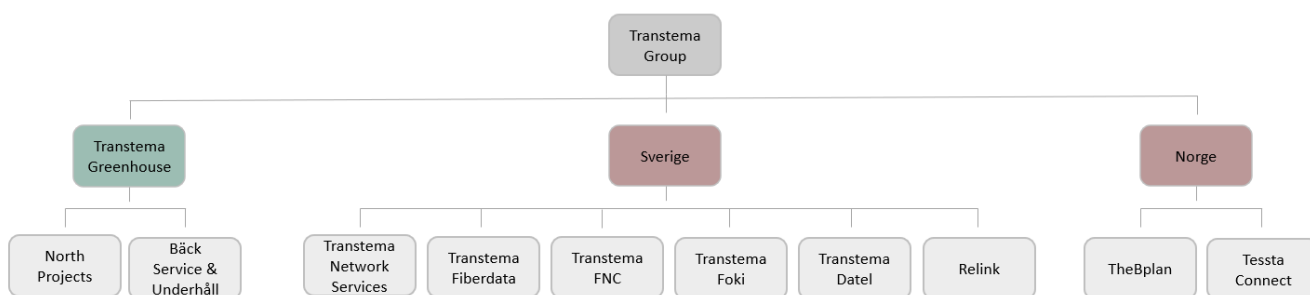
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 10: ...men marginalen har inte nått sitt mål än



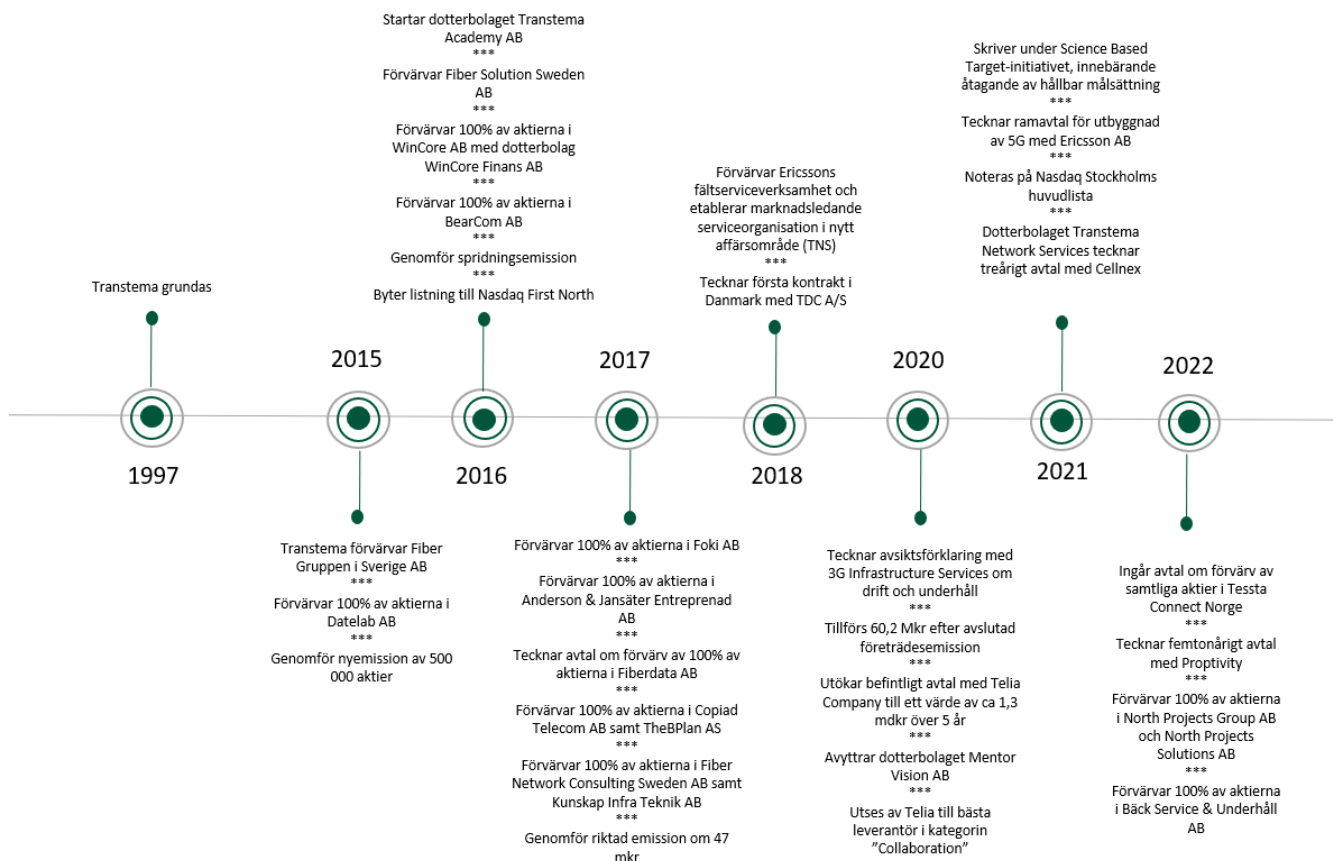
Källa: Bolaget, EPB

Figur 1: Transtema organisationsstruktur



Källa: Bolaget, EPB

Figur 2: Transtema tidslinje



Källa: Bolaget, EPB

Figur 3: SWOT-analys

<p><u>Styrkor (Strengths)</u></p> <p>Rikstäckande - kan vara på plats inom en timme</p> <p>Multitekniker - branschens bäst utbildade tekniker</p> <p>Höga inträdesbarriärer</p> <p>Stabil basaffär skapar förutsägbarhet</p>	<p><u>Svagheter (Weaknesses)</u></p> <p>Konsoliderad marknad</p> <p>Koncentrerad kundbas</p> <p>Geografiskt koncentrerad</p>
<p><u>Möjligheter (Opportunities)</u></p> <p>Bli marknadsledare i Norge</p> <p>Nya närliggande kundsegment</p> <p>Nya geografiska marknader</p> <p>Nya kunder</p>	<p><u>Hot (Threats)</u></p> <p>Att de inte lyckas ersätta intäkterna från kopparnätet</p> <p>Felaktiga förvärf</p> <p>Ny konkurrens på Telia i Sverige</p>

Källa: EBP

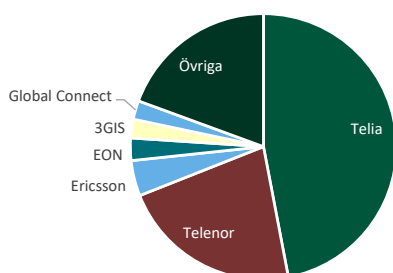
Konsoliderade slutmarknader och leverantörsled

Telekom-marknaden är koncentrerad med höga marknadsandelar. De tre största operatörerna har enligt våra beräkningar ungefär tre fjärdedelar av marknaden i Sverige (Diagram 13) och vi ser en liknande bild i Norge. Telia är Transtemas största kund med ungefär hälften av omsättningen, följt av Telenor med ca 20% (Diagram 11).

Även om det kan anses vara riskfyllt med en så pass dominerande kund är beroendet ömsesidigt. I sammanhanget är Telia möjligen lika beroende av Transtema som Transtema är av Telia. Dessutom har andelen minskat över tid och kommer att fortsätta minska i takt med att omsättningen växer. Telias beroende av Transtema kan exemplifieras med att de blev exklusiv leverantör till att serva Telias kopparnät under 2021.

Diagram 11: Telia står för cirka 50% av försäljningen...

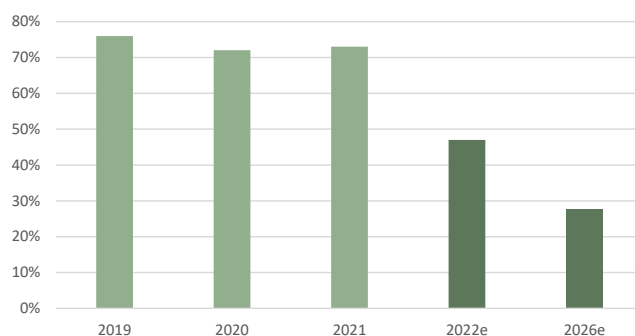
Försäljning per kund (2021 inkl Tessta)



Källa: Transtema, EPB

Diagram 12: ...men andelen har och kommer fortsätta minska

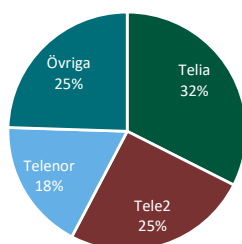
Telia som andel av omsättningen



Källa: Transtema, EPB

Diagram 13: De tre största operatörerna har 75% av marknaden i Sverige...

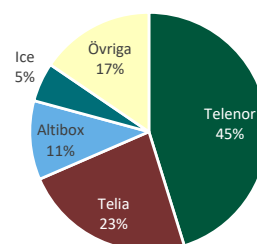
Marknadsandelar elektronisk kommunikation Sverige (2021)



Källa: PTS, EPB

Diagram 14: ...och 78% i Norge

Marknadsandelar elektronisk kommunikation Norge (2021)



Källa: Ekomstatistikken, EPB

Huvudkonkurrenterna på telekomsidan är Eltel, Netel och Oneco.

- Eltel är verksamma i Norden och norra Europa och är aktiva inom telekom, el och kraft. De sköter Telenors underhåll och har hand om deras installation. Bolaget omsatte ca 8,5 mdkr 2021 varav ca 1,8 mdkr i Sverige. Vi tror att Eltel försöker ta marknadsandelar och de är inte lönsamma.
- Netel är verksamma i Norden och norra Europa och är traditionellt starka på installation inom telekom. De har serviceavtal med Telia i Norge, expanderar i Tyskland och Norge samt etablerar sig i Storbritannien. Utbudet breddas mot vatten och avlopp, fjärrvärme, elkraft och laddinfrastruktur. Bolaget omsatte ca 2,4 mdkr 2021, varav ca 1,0 mdkr i Sverige, och hade 2021 EBIT på ca 130 mkr motsvarande en marginal på strax över 5%.
- Oneco (Relacom) är verksamma inom telekom och el och är framför allt aktiva inom installation och konsulttjänster. De omsatte 4,8 mdkr 2021 varav ca 600 mkr i Sverige.

Kontinuerligt ökade krav på näten

Telekommarknaden genomgår för tillfället en större förändring där kopparnätet och den fasta telefonin stängs ned till förmån för fiber och mobila nät. Samtidigt har intäkterna från elektronisk kommunikation från slutkund inte vuxit det senaste decenniet, även om det finns segment som växer. Detta har lett till att telekomoperatörerna har omfokuserat sina verksamheter. I allt högre grad har de outsourcat infrastrukturen, inklusive underhåll och installation av näten, vilket innebär att operatörerna behöver partners som till exempel Transtema när näten byggs ut samt för att underhålla dem.

Utöver detta har outsourcingen tagit ytterligare ett steg i och med att operatörerna har sålt ut delar av masterna för att realisera och synliggöra värdet av infrastrukturen. Detta leder till möjligheter för Transtema att expandera inom närliggande verksamhet.

Intäkterna från elektronisk kommunikation växer inte, vilket har drivit telekomoperatörerna att ändra fokus

Transtema är en helhetsleverantör inom telekom med fokus på tekniska tjänster, drift och underhåll (Figur 4). I korthet ser de till att alla typer av kommunikationsnät – till exempel mobilt, fiber, koppar och el – fungerar. Huvudkunderna är telekomoperatörerna vilket är en relativt sett konsoliderad marknad (Diagram 13-14). Telia och Telenor är Transtemas största kunder med strax under 50% och cirka 20% vardera av den externa försäljningen (Diagram 11).

Figur 4: Transtema är aktiv inom fasta nät, radionät och infrastruktur

Sverige	Fasta nät				Radionät			Infrastruktur		
	Fiber	KTV/Koax	Kopparnät	Fastighetsnät	Mobil	Indoor	Övriga	Laddinfra	Site Maint.	Datacenter
Konsulttjänster										
Installation										
Service och underhåll										
Drift och övervakning										
Utrustning										

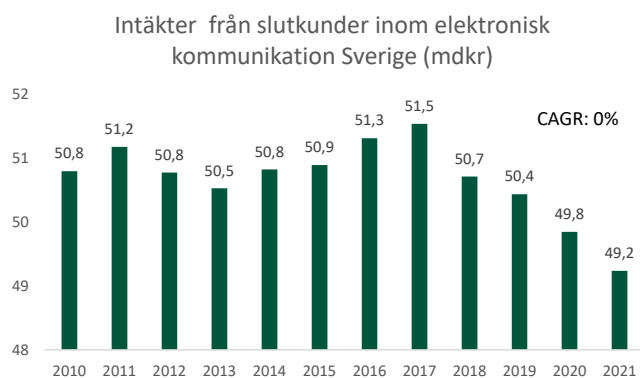
Fungerande verksamhet
 Utvecklingsområde
 Ingen verksamhet

Källa: Bolaget, EPB

Intäkterna från slutkunder inom elektronisk kommunikation växer inte – CAGR:s i Sverige och Norge har varit 0% och 1% det senaste decenniet - även om det finns delar av marknaden som växer. Det är framför allt fast internet som växer, vilket förklarar varför Norge växer något snabbare än Sverige. Norska marknaden har en högre andel fast internet än Sverige.

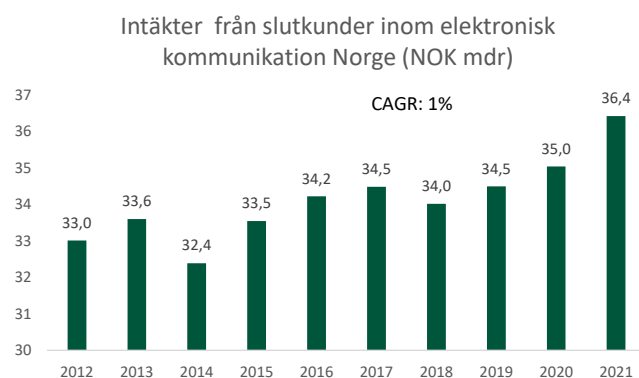
Den låga tillväxten har över tid lett till ändrat fokus för operatörerna. Fokus har i ökande grad riktats mot content. Telia har till exempel som ambition att vara ett nav i sina kunders digitala upplevelser och förvärvade TV4 och C More 2019. Nätstjänsten är med andra ord ofta inte kärnverksamhet för telekomoperatörerna, vilket skapar möjligheter för bolag såsom Transtema.

Diagram 15: Intäkter från elektronisk kommunikation har inte vuxit i Sverige...



Källa: PTS, EPB

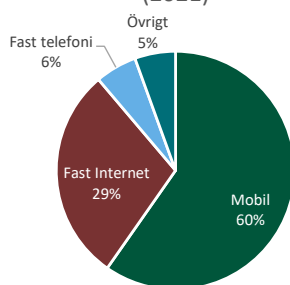
Diagram 16: ...medan de har vuxit med 1% per år i Norge under det senaste decenniet



Källa: Ekomstatistikken, EPB

Diagram 17: Sverige har en lägre andel fast internet...

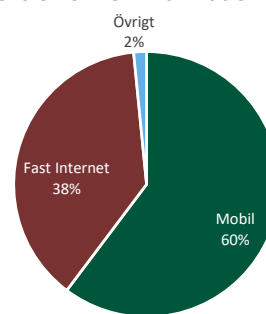
Intäkter elektronisk kommunikation Sverige (2021)



Källa: PTS, EPB

Diagram 18: ...än Norge

Intäkter elektronisk kommunikation Norge (2021)



Källa: Ekomstatistikken, EPB

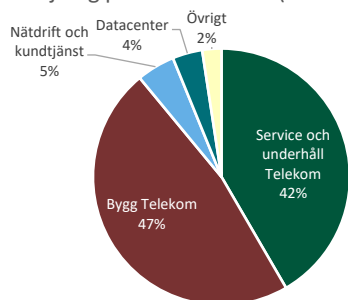
Kontinuerligt ökande krav på näten

Kraven på näten ökar konstant och när hemarbetet ökade under pandemin accentuerades denna trend. Det är sannolikt att kraven kommer fortsätta att öka. Den hanterade datamängden har vuxit kraftigt det senaste decenniet och kommer att fortsätta accelerera kommande år. IDC räknar med över 20% tillväxt per år av den hanterade datamängden till 2025 (Diagram 20). Detta gör att kraven på uppkoppling, tillgänglighet, driftsäkerhet och säkerhet ökar ständigt i alla kommunikationsnät.

Vi bedömer inträdesbarriärerna som höga. En stor del av affären är service och underhåll, vilket gör att det är kritiskt att ha ett servicenätverk som möjliggör hög tillgänglighet (Diagram 19). En av de viktigaste unika konkurrensfördelarna (USP) för Transtema är deras servicenätverk – att de kontinuerligt har 900 bilar ute på vägarna med servicetekniker och att de kan nå de flesta platserna i Sverige inom en timme.

Diagram 19: Service och underhåll samt bygg för telekommunder står för lejonparten av affären

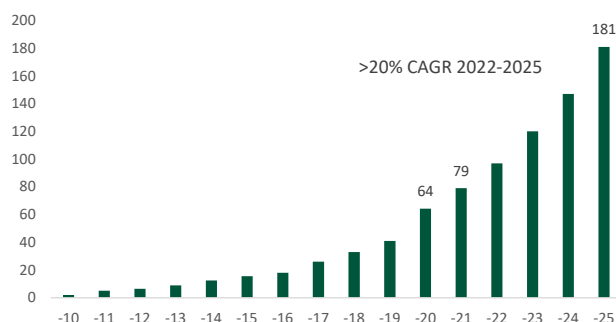
Försäljning per slutmarknad (2021 inkl Tessta)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 20: Kraftig tillväxt i datamängden kommande år

Total hanterad datamängd (zetabytes)



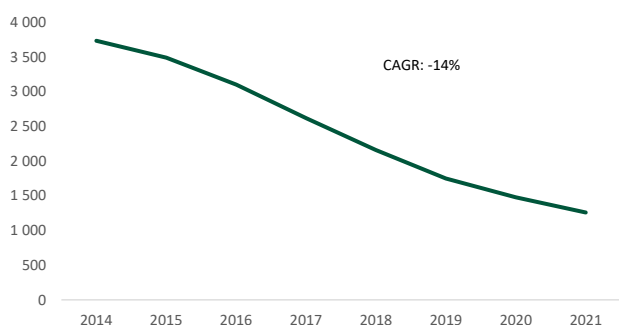
Källa: Statista, IDC, EPB

Fasta näten förändras när kopparnäten läggs ner och andelen fiber fortsätter öka

Enligt Post- och telestyrelsen (PTS) fortsätter abonnemang på fast telefoni i Sverige att minska. Andelen hushåll som har abonnemang på fast telefoni var 15% 2021 jämfört med 20% 2022. 2014-2021 sjönk antalet abonnemang med 14% per år i snitt (Diagram 21). Utav dessa var 71% abonnemang på IP-telefoni. Andelen hushåll som har abonnemang på fast telefoni via kopparnätet (PSNT) var 4% vilket motsvarar cirka 360 000 abonnemang.

Diagram 21: Antal abonnemang på fast telefoni fortsätter att sjunka

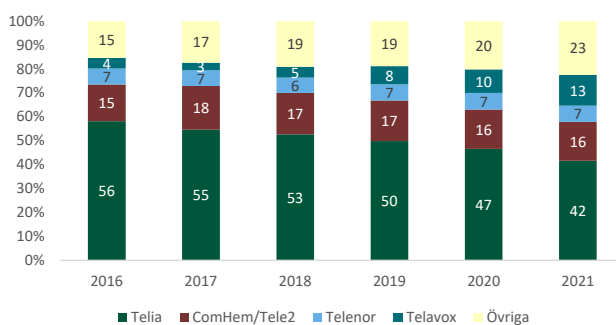
Antal abonnemang fast telefoni (tusental)



Källa: PTS, EPB

Diagram 22: Telia är klar marknadsledare på fast telefoni i Sverige

Marknadsandelar fast telefoni (%)

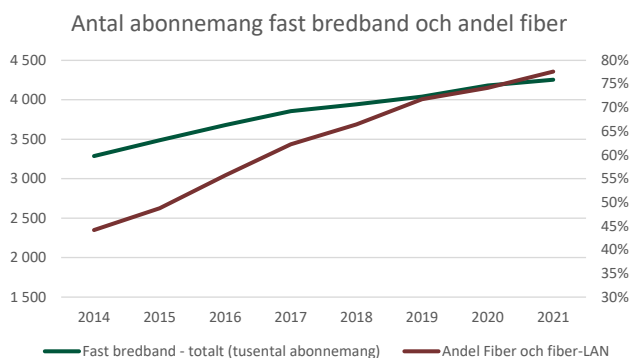


Källa: PTS, EPB

2010 började Telia ett långsiktigt arbete med att ersätta kopparnätet med bredband via fiber och mobilt bredband, något de valt att kalla "Folknätet". Telia räknar med att kopparnätet kommer vara helt nedstängt 2026. Transtema har idag ensamrätt på service och underhåll av kopparnätet. Vi estimerar intäkterna 2021 från kopparaffären till ca 500 mkr.

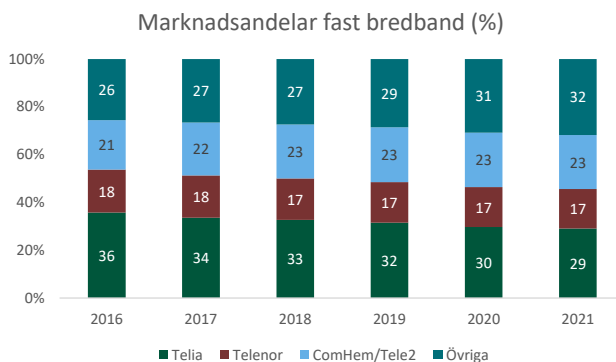
Medan fast telefoni har minskat kraftigt har både mobilabonnemang (se nedan) och fasta bredband vuxit snabbt. Antalet abonnemang för fast bredband har ökat med 4% per år i snitt och andelen fiber och fiber-LAN-abonnemang har ökat från 44% 2014 till 78% 2021, vilket motsvarar en CAGR på 12% per år (Diagram 23). Vidare hade 88% av alla abonnemang en hastighet på mer än 100 Mbit/s, vilket är en ökning från strax under 60% för fem år sedan (2016). Det innebär att medan det totala antalet fasta bredband har ökat med 3% per år de senaste fem åren, har antalet bredband med en hastighet på över 100 Mbit/s ökat med 11% per år. Även om marknaden som helhet inte växer gör skiftet i marknaden att delar av marknaden visar god tillväxt.

Diagram 23: Andel fiber-abonnemang har vuxit med 12% per år



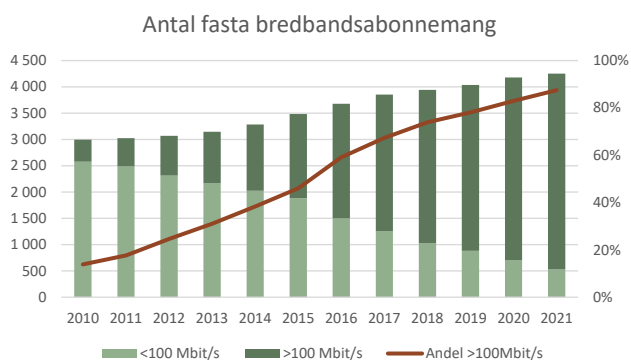
Källa: PTS, EPB

Diagram 24: Telia marknadsledare, även om andelen har minskat



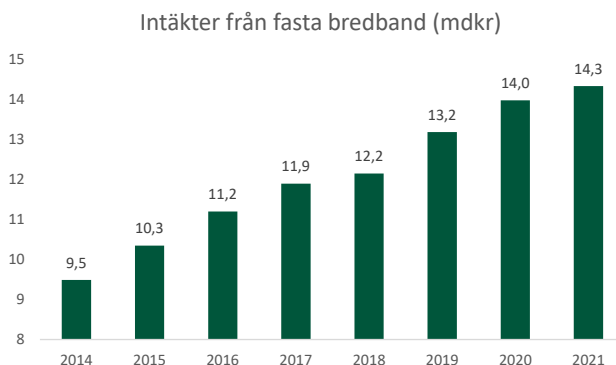
Källa: PTS, EPB

Diagram 25: Andelen bredband med hastighet >100 Mbit/s har vuxit med 11% per år



Källa: PTS, EPB

Diagram 26: Intäkter från fasta bredband har ökat med 5% per år

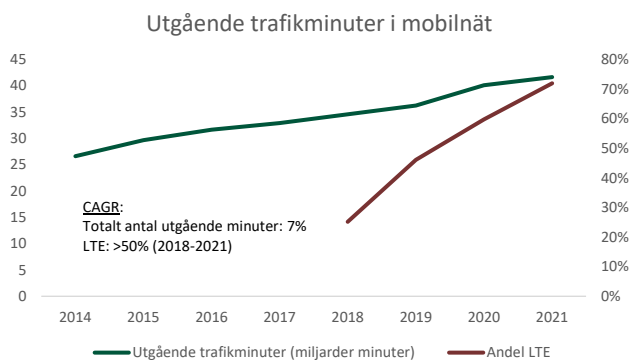


Källa: PTS, EPB

Radionäten uppgraderas till 5G

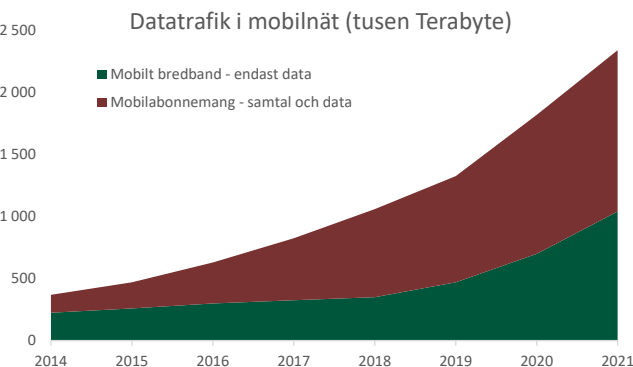
Medan antalet utgående trafikminuter ökade med 7% per år 2014-2021 (Diagram 27), ökade datatrafiken i mobilnäten med 30% per år under samma period (Diagram 28). Det genomsnittliga antalet mobilabonnemang har de senaste åren varit 1 abonnemang per person och ökningen av antal mobilabonnemang följer i stort sett ökningen i befolkningen. 81% av det totala antalet abonnemang var kontraktsubonnemang medan 19% var kontantkort. Antalet kontantkort har minskat stadigt – för tio år sedan var andelen 31%.

Diagram 27: Medan utgående antal minuter växte med 7% per år 2014-2021...



Källa: PTS, EPB

Diagram 28: ...växte datatrafiken med 30% per år



Källa: PTS, EPB

Mobiloperatörerna håller på att uppgradera mobilnäten. Dels rustar de upp 4G-nätet, dels bygger de ut 5G-nätet som kommer att ge högre kapacitet och snabbare datatrafik. Samtidigt avvecklas 3G-nätet som har varit i drift sedan början av 2000-talet. Beroende på operatör kommer det vara helt avvecklat 2023-2025.

Mycket har skett sedan introduktionen av första generationens mobilteknologi på 80-talet:

- 1G gav möjligheten att ringa mobilt
- 2G introducerade SMS
- 3G innebar möjlighet att surfa via mobilen
- 4G gav högre hastigheter, smarta telefoner, app-butiker och möjlighet att se video på mobilen
- 5G kommer kunna koppla ihop människor, föremål och enheter

Mobiloperatörer började lanseringen av 5G 2019 och tekniken anammas mycket snabbare än tidigare standards. 5G innebär nya möjligheter, framför allt för tillämpningar inom industrin. Sakernas Internet (Internet of Things eller IoT), eller maskiner som kommunicerar med varandra, antas öka kraftigt. 5G stödjer till exempel uppkopplade trafiksystem, självkörande bilar, styrsystem för komplex industri och gruvarbete. Fördelar med 5G-nätet inkluderar:

- 5G-nätet är 10 gånger snabbare än 4G-nätet
- Minimal fördröjning möjliggör realtidskommunikation
- 100 gånger mer kapacitet
- 10 gånger mer energieffektivt
- Skräddarsy virtuella nät

5G använder sig av flera frekvensband och har större bandbredd i respektive frekvensband. Frekvensbanden benämns ofta lågband (ca 700 Mhz), högband (ca 3,5 GHz) och ultrahögband (ca 26-28 GHz). Operatörerna ser framför sig att många kunder vill ha egna virtuella nät i 5G-näten för att till exempel styra och övervaka en produktionsanläggning i realtid. Tele2 och Telenor har skapat ett gemensamt bolag för utrollningen där de delar master, basstationer och infrastruktur, medan Telia och Tre inte samarbetar.

Figur 5: Exempel på applikationer som påverkas av 5G



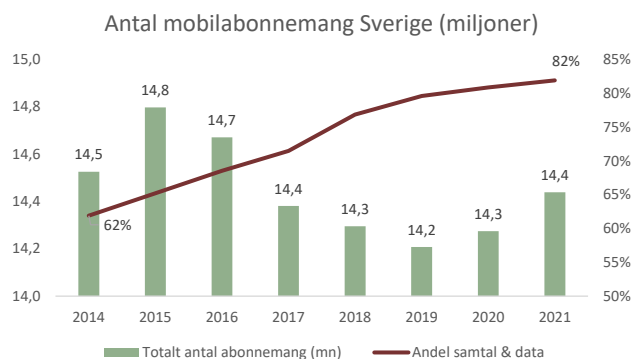
Källa: Europeiska kommissionen, EPB

Telia, Tele2 och Telenor har alla som mål att nå 90% av befolkningen 2023. Telia avser att täcka över 90% av Sveriges yta och 99% av befolkningen 2025. Samtidigt moderniseras 4G-nätet – kapaciteten kommer mer än fördubblas enligt Telia och kommer att öka med 200-300% enligt Telenor. Antalet sajter kommer samtidigt att öka med 60% enligt Telenor.

Under 2021 hade ca 1,1 miljoner abonnemang använt tjänster i 5G-nät. Detta motsvarar 8% av alla abonnemang och är en ökning från 3% H1 2021. Datatrafiken som gick genom 5G-nät var ca 12 500 Tbyte, jämfört med 978 Tbyte H1 2021 och 388 Tbyte 2020. Detta innebär att en halv procent av datatrafiken gick i 5G-nät 2021.

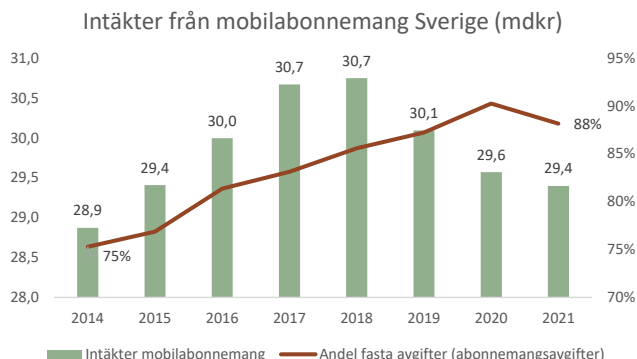
Medan datatrafiken ökar kraftigt och antalet abonnemang är relativt sett stadiga så har intäkterna från mobilabonnemang fallit de senaste åren (Diagram 30).

Diagram 29: Relativt stabilt på runt 14 miljoner mobilabonnemang



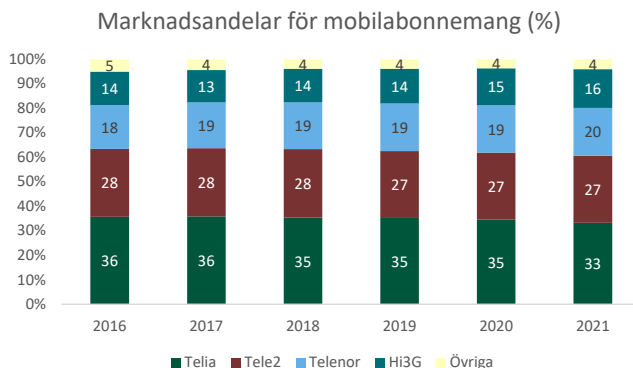
Källa: PTS, EPB

Diagram 30: ...men fallande intäkter från mobilabonnemang



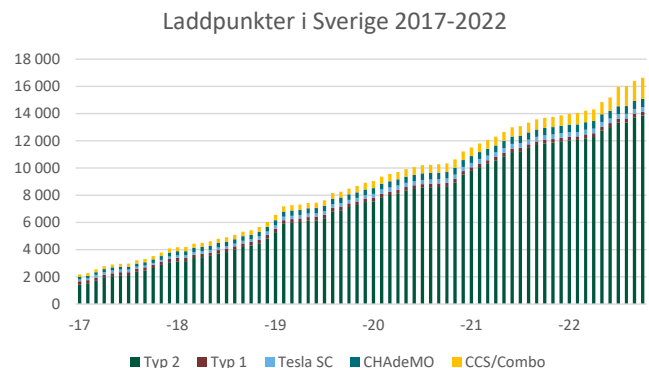
Källa: PTS, EPB

Diagram 31: Telia, Tele2 och Telenor hade 80% av marknaden 2021



Källa: PTS, EPB

Diagram 32: Antalet laddpunkter har vuxit kraftigt



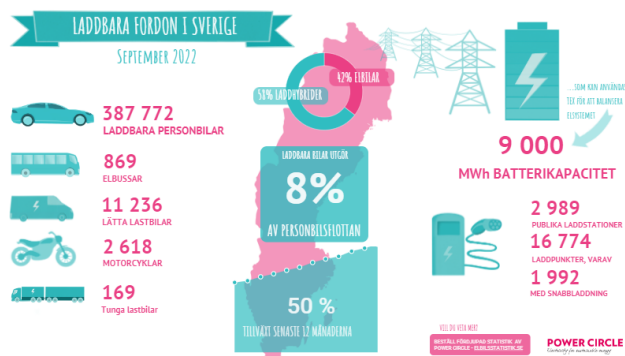
Källa: Elbilsstatistik.se, EPB

Laddinfrastruktur – antalet publika laddstolpar behöver växa kraftigt

Elbilsflottan fortsätter att växa kraftigt. Enligt Mobility Sweden är prognosen för andelen laddbara bilar som säljs 2022 60%, varav elbilarnas andel är 34% (motsvarande ca 170 000 laddbara bilar och nästan 100 000 elbilar). Vidare estimerar de att antalet laddbara fordon kommer att vara en miljon redan 2025 och 2,5 miljoner 2030. Det kommer att krävas en stor utbyggnad av laddstolpar fram till 2030 om målen för antalet elbilar ska kunna realiseras. Enligt elkraftbranschens intresseorganisation Powercircle är behovet av publika laddare 100 000-150 000 år 2030, vilket kan jämföras med dagens cirka 16 000 (Figur 6).

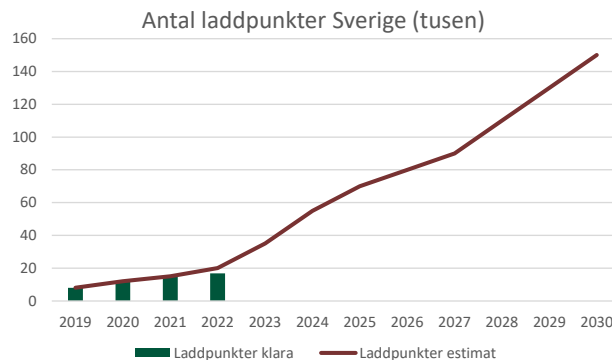
Forsknings- och kunskapsorganisationen Energiforsk driver tillsammans med Chalmers, konsultföretagen Sweco och Profu samt Powercircle ett projekt med namnet "ett elsystem för elfordon" som syftar till att få klarhet i hur elnätet ska klara av expansionen och vilka investeringar som behövs. Projektet fokuserar på elektrifiering och laddning av vägfordon, särskilt personbilar, distributionsfordon, lastbilar, bussar, taxibilar och arbetsfordon. Projektet tar ett helhetsgrepp genom att hantera hela kedjan från affärsmodell för laddning, till hur det påverkar elsystemet och i sin tur vilka åtgärder som behöver vidtas för att elsystemet ska vara anpassat för elektrifieringen. Projektet pågår till hösten 2023 och vi tycker det väl illustrerar hur elektrifieringen bara är i sin linda.

Figur 6: Finns i dagsläget ca 16 000 publika laddpunkter...



Källa: Power Circle, EPB

Diagram 33: ...men de kommer behöva växa kraftigt kommande år



Källa: Power Circle, EPB

Site och Facility Maintenance växer när infrastrukturen outsourcas

Som vi diskuterat ovan, med totala intäkter från slutkund inom elektronisk kommunikation relativt sett oförändrade de senaste 8 åren, har operatörerna drivits mot en omfokusering. Detta har ökat fokus på content där operatörerna söker partnerskap för den digitala infrastrukturen för att vidareutveckla och tydliggöra värdet i tillgångarna. Detta har till exempel lett till att flera operatörer har outsourcat mastverksamheterna i så kallade Tower Companies.

Telia Company offentliggjorde till exempel i januari 2022 att de hade sålt 49% av sin mastverksamhet i Sverige (3 800 master) till Alecta och Brookfield efter att i juni 2021 ha sålt en del av sin mastverksamhet i Norge och Finland (4 700 master). Även Telenor har skapat ett holding-bolag för sina master – Telenor Tower – men Telenor är fortfarande ensam ägare. I oktober 2022 annonserade Telenor dock att de planerade att sälja 30% av Telenor Fibre, ett nyskapat bolag för deras passiva fibertillgångar, till ett konsortium med bland annat KKR och Oslo Pensjonsforsikring. Telenors CFO sade vidare till norska Dagens Næringsliv (DN) att de kan komma att sälja aktier i Telenor Towers i framtiden.

När tillgångarna säljs av och nya ägare kommer in vill den nya konstellationen i sin tur ofta outsourca skötseln av närliggande fastigheter som inte är kärnverksamhet. Det finns inga officiella siffror så det är svårt att få en uppfattning om marknadens storlek eller tillväxt, men vi anser att den är betydande.

Ompositionering för att kapitalisera på investeringarna i infrastruktur

Som vi har beskrivit ovan ger service och underhållsaffären stabila intäkter medan exponeringen mot nya teknologier ger tillväxtpotentialer. Med tanke på skiften såsom nedstängningen av kopparnätet, 5G-utrollningen, utfasningen av 3G-nätet och behovet av diversifiering av kundbasen, är den ompositionering Transtema genomgår naturlig och positiv. Vi står inför enorma investeringsbehov för att klara omställningen till förnyelsebar energi och elektrifieringen av fordonsflottan och vi tror att Transtema är väl positionerade för att ta del av denna omställning.

Transtema har inte satt något omsättningsmål i absoluta tal, men om vi översätter deras tillväxtmål på 10% och använder 2021 som bas, behöver de uppnå en omsättning på 2,7 mdkr 2026. I och med förvärvet av Tessta och organisk tillväxt har bolaget tagit stora kliv mot målet under 2022. Vi tror att de kan lämna 2022 med ca 2,4 mdkr i omsättning i årstakt. Detta innebär att de behöver öka omsättningen med 3% per år för att nå målet. Visserligen behöver de ersätta kopparvolymerna, men med tanke på hur väl de har bevisat sig hittills ser vi målet som mer än görligt. Detta gör att vi har börjat fundera på vad som kan komma härnäst.

Skulle vi använda 2022 som bas skulle vi nå en omsättning på 3,6 mdkr i omsättning 2026, vilket skulle motsvara mer än en fördubbling av omsättningen 2021, trots bortfall av kopparvolymerna under samma period. Även om det är aggressivt tror vi att det är görligt.

Bolaget har levererat en stor del av sin tillväxtstrategi efter bara ett år

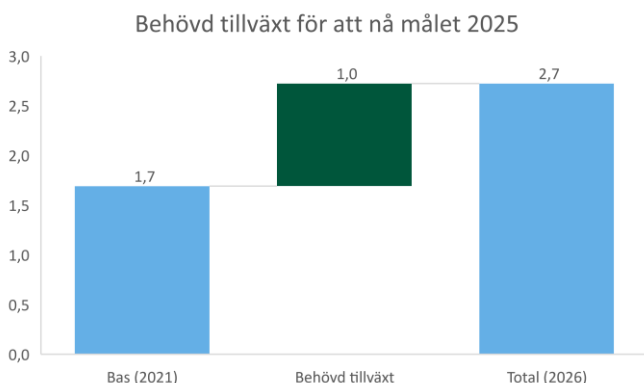
Ersättningen av omsättningen från kopparnätet, som vi estimerar till ca 500 mkr 2021, samt ökad kunddiversifiering, var viktiga komponenter när ny strategi sattes inför noteringen på börsens huvudlista i september 2021. Målet att öka omsättningen med 10% per år med EBITA-marginalen 5% sattes. Målet reviderades i augusti 2022 och EBITA-marginalmålet höjdes till 7%.

Bolaget satte en färdplan för hur de skulle uppnå sina mål som löper till 2025. För att tillåta full exekvering av strategin blickar vi in i 2026 som är första året efter färdplanen. Med 10% tillväxt per år och 2021 som bas, borde de nå en omsättning på åtminstone 2,7 mdkr 2026 (Diagram 34).

De senaste 12 månaderna har Transtema vuxit 12% organiskt (11% YTD i september 2022), medan förvärven av Testa, North Projects, SEM Solutions och Bäck Service och Underhåll har adderat 600-700 mkr i årstakt enligt våra beräkningar. Med andra ord, med 2,4 mdkr i omsättning i årstakt kommer de att ha nått cirka 70% av målet vid årsskiftet (Diagram 35). Tessta hade en omsättning på NOK 413 mn 2021, men har vuxit kraftigt under 2022 och vi tror att omsättningen i årstakt är närmare 600 mkr.

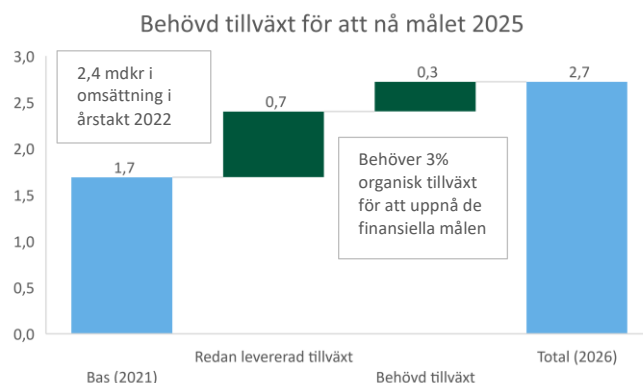
För att uppnå en omsättning på 2,7 mdkr 2026 behöver omsättningen öka med ca 300 mkr från nuvarande nivå eller ca 3% per år fram till 2026 (Diagram 35). Om vi antar att servicen av kopparnätet stod för en omsättning på 500 mkr 2021 skulle det innebära en ny affärsvolym på ca 570 mkr (Diagram 36), eller en tillväxt på ca 10% per år om man räknar bort kopparförsäljningen från basen.

Diagram 34: Transtema behöver uppnå en omsättning om 2,7 mdkr 2026 för att uppnå sina mål...



Källa: Bolaget, EPB

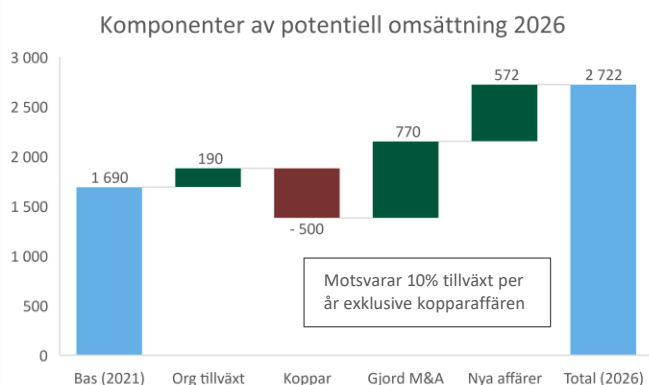
Diagram 35: ...men de har redan i stort sett levererat på sina mål



Källa: Bolaget, EPB

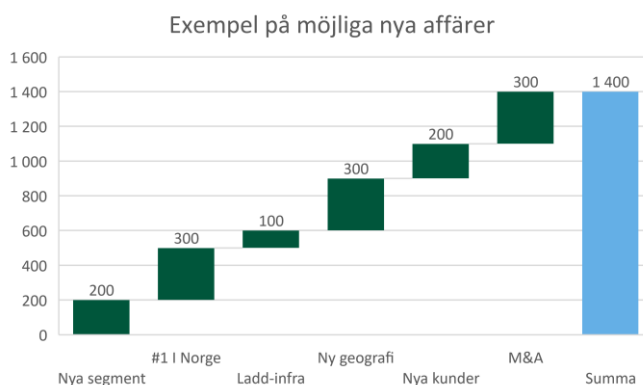
Bolaget har en färdplan för hur de ska nå dit. Planen bygger på en kombination av organisk tillväxt och förvärv (Diagram 37). Trots att de behöver ersätta kopparen kommande år, anser vi att de är nära att exekvera satta mål, vilket vi ser som positivt. Att kontinuerligt leverera på det som sagts premieras ofta i aktiemarknaden då det skapar en förutsägbarhet.

Diagram 36: Behöver 570 mkr i ny volym för att nå målet...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 37: ...och med en väl utarbetad färdplan så tror vi det är mer än görligt



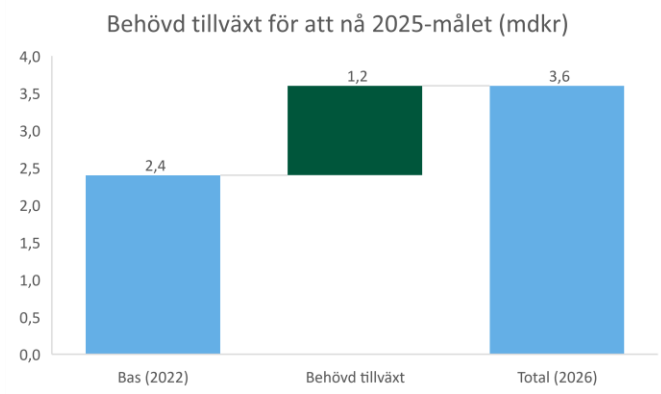
Källa: EPB

Omsättning på 3,6 mdkr 2026 om vi använder estimerat 2022 som bas

Vi anser att förvärvet av Tessta var transformativt och exemplifierar hur vi tror att Transtema kommer agera framöver. De agerar i en marknad med höga inträdesbarriärer där de vill växa i tre dimensioner: i nya närliggande segment, nya kunder och i nya geografier. De höga inträdesbarriärerna gör det svårare att komma in hos nya kunder. Genom förvärvet av Tessta, som har Telenor som största kund, har de kommit in på Telenor på ett sätt som skulle kunna ha varit svårt att göra organiskt.

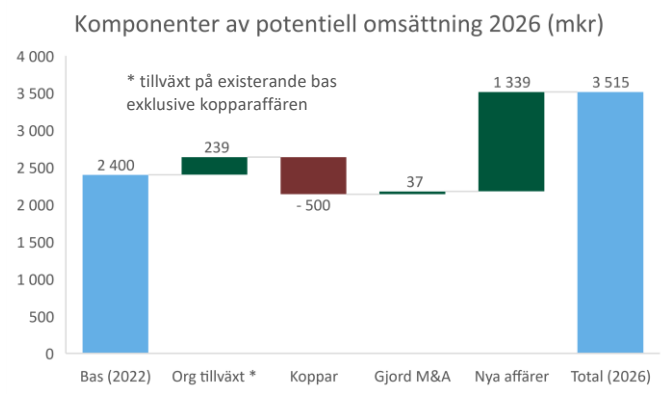
Då Tessta är ett så viktigt avstamp i tillväxtstrategin och då så stor del av målsättningen redan är uppfylld, är frågan vad som kommer närmast. För att undersöka vilken omsättning bolaget skulle kunna ha 2026 tar vi ett nytt avstamp utifrån estimerad omsättning i årstakt 2022 (ca 2,4 mdkr). Om vi antar att vi ökar omsättningen med 10% i årstakt från den nuvarande basen borde vi se en omsättning på 3,6 mdkr 2026. Om vårt antagande att kopparaffären är ca 500 mkr är korrekt och att den underliggande omsättningen (det vill säga omsättningen i redan existerande verksamhet exklusive kopparverksamheten) växer med 3%, skulle bolaget behöva en ny affärsvolym på ca 1,3 mdkr, inklusive förvärv, för att nå dit (Diagram 39).

Diagram 38: Om vi tar avstamp i 2022 når vi 3,6 mdkr i omsättning 2022 med 10% omsättning...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 39: ...vilket skulle kräva 1,3 mdkr i ny affärsvolym



Källa: Bolaget, EPB

Expansion i tre vertikaler ska ge ny affärsvolym

Den nya affärsvolymen kommer komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Det finns stor potential att expandera i närliggande produktområden och geografier. Nedan visas Transtemas nuvarande exponering i Sverige och Norge, samt illustrativt i Finland och Danmark (Figur 7).

Utöver potentialen att expandera i närliggande produktområden och geografier finns ytterligare en dimension – att expandera hos existerande kunder samt att addera nya kunder. Telekommarknaden i Norden är relativt sett konsoliderad. Som vi har skrivit ovan, har de tre största operatörerna tre fjärdedelar av marknaden i Sverige och nästan fyra femtedelar av marknaden i Norge och kunderna byter ogärna leverantör om det fungerar. Det är svårt att komma in hos nya kunder.

Ett sätt att lösa detta är att förvärva sig in hos nya kunder – kommer man väl in är det lättare att expandera. Tessta är på det sättet ett bra exempel. Innan förvärvet var Telenor en liten kund, men i och med förvärvet är de en substantiell leverantör och kan börja bearbeta bolaget för att till exempel kunna expandera hos Telenor i Sverige.

Inklusive Tessta står Telia idag för nära 50% av omsättningen, medan Telenor står för cirka 20%. Merparten av Telias omsättning är i Sverige, medan merparten av Telenors omsättning är i Norge. Transtema har idag liten exponering mot Tele2 i Sverige samt Altibox och Ice i Norge. Vi tror att Telias andel av omsättningen i procent kommer att fortsätta minska kommande år (Diagram 41).

Figur 7: Stor potential att expandera in i närliggande områden

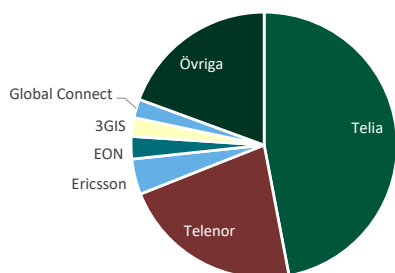
Sverige	Fasta nät				Radionät			Infrastruktur		
	Fiber	KTV/Koax	Kopparnät	Fastighetsnät	Mobil	Indoor	Övriga	Laddinfra	Site Maint.	Datacenter
Konsulttjänster										
Installation										
Service och underhåll										
Drift och övervakning										
Utrustning										
Norge	Fasta nät				Radionät			Infrastruktur		
	Fiber	KTV/Koax	Kopparnät	Fastighetsnät	Mobil	Indoor	Övriga	Laddinfra	Site Maint.	Datacenter
Konsulttjänster										
Installation										
Service och underhåll										
Drift och övervakning										
Utrustning										
Finland	Fasta nät				Radionät			Infrastruktur		
	Fiber	KTV/Koax	Kopparnät	Fastighetsnät	Mobil	Indoor	Övriga	Laddinfra	Site Maint.	Datacenter
Konsulttjänster										
Installation										
Service och underhåll										
Drift och övervakning										
Utrustning										
Danmark	Fasta nät				Radionät			Infrastruktur		
	Fiber	KTV/Koax	Kopparnät	Fastighetsnät	Mobil	Indoor	Övriga	Laddinfra	Site Maint.	Datacenter
Konsulttjänster										
Installation										
Service och underhåll										
Drift och övervakning										
Utrustning										

 Fungerande verksamhet
 Utvecklingsområde
 Ingen verksamhet

Källa: Bolaget, EPB

Diagram 40: Telia står för ungefär halva affären...

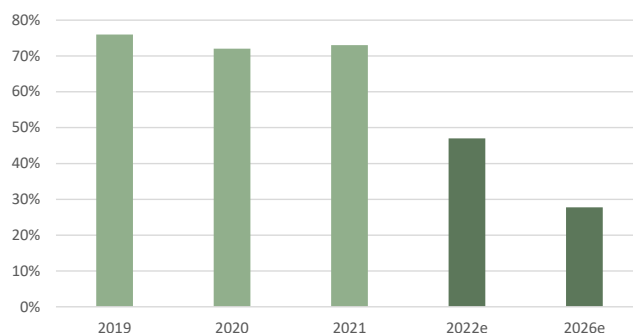
Försäljning per kund (2021 inkl Tessta)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 41: ...men minskar och kommer fortsätta minska

Telia som andel av omsättningen



Källa: Bolaget, EPB

Som vi skrev ovan och som vi illustrerar i Diagram 37, finns en färdplan för hur bolaget ska uppnå sina mål. Potentialen att växa utan att göra verksamheten spretig är stor och inkluderar att gå in i nya segment, bli marknadsledare i Norge och expandera i nya närområden (Finland och/eller Danmark). Vi ser kabeldragning som den gemensamma nämnaren med de affärer som bolaget skulle kunna ge sig in i.

Minst tre nya marknadssegment...

Målet är att utveckla minst tre nya marknadssegment inom områden såsom Proptech, Facility Management (FM) och med kunder såsom Trafikverket (TRV), försvaret, MSB, kriminalvården och blåljusen. Vi tror potentialen för nya marknadssegment är över 200 mkr.

Avtal med Proptivity för utbyggnad, drift och underhåll av inomhustäckning av 5G-nät

Proptech innebär användande av IT för att hjälpa individer och bolag att köpa, sälja och förvalta fastigheter. När fastighetsbranschen digitaliseras och anpassas för klimatsmarta lösningar, ökar kraven på mobil inomhustäckning. 5G är triggern för detta.

Hittills har Transtema avtal med Stockholm Exergi för installation av 18 000 sensorer hos Stockholmshem för att mäta luftfuktighet och temperatur och i juni 2022 tecknades avtal med Proptivity AB för utbyggnad, drift och underhåll av lösningar för inomhustäckning av 5G i Sverige. Avtalet har en löptid på 15 år med möjlighet till förlängning med 2 år i taget. Det totala ordervärdet är 150 mkr plus framtida löpande installation. Initialt gäller avtalet för Sverige, men det finns en intention att bredda avtalet till andra marknader i framtiden.

Potential för Facility Management (FM) och Site Management (SM)

Transtema har idag 900 bilar i fält och ser en potential för att ta ansvaret för så kallad hård FM, vilket inkluderar till exempel larm, ventilation, el och kyla. Exempel på detta skulle kunna vara att ta ansvar för ett hus som ligger bredvid en mast som ändå ses till. Det finns exempel på detta – de jobbar idag med två kunder och underhåller totalt 6 700 siter och de har även ett flertal pågående diskussioner med stora kunder. Synergierna med existerande verksamhet är stora.

21 november 2022 annonserade Transtema att de har ingått en avsiktsförklaring med en större kund som underhållspartner relaterat till dennes teknikfastigheter. Avtalet skall förhandlas fram under våren 2023 och parterna planerar för en uppstart under hösten 2023. Avsiktsförklaring avser 3 år och är uppskattat till ca 150 Mkr men kan komma att utökas med ytterligare beställningar. Avtalet omfattar förebyggande och avhjälpande underhåll av tekniska anläggningar för fast och mobilt nät med tillhörande infrastruktur så som byggnader, kraft, kyla, säkerhetssystem, brandskydd med mera för ca 15 000 anläggningar i Sverige. Transtema underhåller redan idag aktiv utrustning på ovan nämnda teknikfastigheter. Detta är ett bra exempel på potentialen i FM och SM och vi tror vi kommer se fler av denna typ av avtal.

Trafikverket (TRV) lägger nytt fibernät längs med järnvägen (Opto 2.0)

Då det befintliga fibernätet som finns längs järnvägen har passerat sin tekniska livslängd upgraderar TRV fibernätet med kabel som täcker dagens behov och är förberett för ökade krav på nätkapacitet. Uppkopplingen längs med järnvägen är en viktig komponent för signalsystemen. I Opto 2.0, som projektet kallas, lägger de ner en så kallad multidukt som de blåser in fiber i. På så sätt kan de vid behov av ökad nätkapacitet blåsa in nya fiber i rören. Den totala sträckan som ska bytas ut är cirka

10 500 km till en kostnad på 5 mdkr. Arbetet är påbörjat sedan 2018 och löper fram till 2029. Transtema har inte lyckats vinna någon större upphandling än, men med ny bemanning på plats finns en ambition att återuppliva arbetet.

...vill bli Sveriges största oberoende företag inom underhåll av laddinfrastruktur...

Elbilsflottan fortsätter att växa kraftigt. Enligt Mobility Sweden är prognosen för andelen laddbara bilar som säljs 2022 60%, varav elbilarnas andel är 34% (motsvarande ca 170 000 laddbara bilar och nästan 100 000 elbilar). Vidare estimerar de att antalet laddbara fordon kommer att vara en miljon redan 2025 och 2,5 miljoner 2030. Det kommer att krävas en stor utbyggnad av laddstolpar fram till 2030 om målen för antalet elbilar ska kunna realiseras. Enligt Powercircle är behovet av publika laddare 100-150 000 år 2030, vilket kan jämföras med dagens cirka 16 000 (Diagram 32).

Transtema vill försöka bli Sveriges största oberoende företag inom underhåll av laddinfrastruktur. Den stora potentialen finns framför allt i serviceaffären, men på vägen dit finns möjlighet att ta del av utrullningen och installationen. För att kunna realisera denna möjlighet förvärvade Transtema North Project i juni 2022. Potentialen är mer än 100 mkr.

...vill bli störst i Norge och etablera sig i minst en ny geografi

Skulle Transtema lyckas med att bli nummer ett i Norge, skulle totala omsättningen i Norge öka till mer än 800 mkr, vilket motsvarar en ökning med mer än 200 mkr, givet att Tessta växer organiskt med 3% per år kommande år. Etablering av en ny geografi skulle vidare kunna öka omsättningen med 100-200 mkr.

Målet är att Tessta ska vara marknadsledare i Norge 2025...

Vi anser att Tessta-förvärvet var en strategisk milstolpe för Transtema. Tessta är idag en dominerande leverantör till Telenor i Norge inom FTTH, medan försäljningen till Telia (i Norge) är nästan obefintlig. Samtidigt är Telia fortsatt den största kunden i koncernen. Genom ett nära samarbete mellan Transtema och Tessta hoppas man kunna öka försäljningen av Telia i Norge och av Telenor i Sverige. Vidare ska tilläggsförvärv över tid säkerställa att de kan bli totalleverantörer även till Telenor samt att öka den geografiska täckningen.

En viktig komponent i Tesstas framgång är partnerskapsprogrammet Link Partner, ett partnerskap för underleverantörer som har varit aktivt sedan ett antal år i Tessta. Medan programmet ger Tessta en möjlighet till skalfördelning av resurserna samt breddad kundbas, ger det möjligheten för partnern att leverera mot större kunder samt möjligheter till gemensamma inköp. Planen är att etablera Transtema Link – ett liknande partnerskap – i Sverige under 2023.

...och att minst en till ny geografi ska adderas till 2025

Förvärvet av Tessta visade att Transtemas strategi vad gäller fokus och struktur fungerar och att de också har fått erfarenhet av att integrera en större verksamhet. Avsikten är att genomföra ett liknande förvärv i ett annat nordiskt land eller möjligtvis i Baltikum. Bolaget borde ha ett fullservice-erbjudande inom telekom – från nätplanering till installation och drift/underhåll. Det förvärvade bolaget skulle fungera som plattform. Stabila och förutsägbara intäkter samt positivt kassaflöde är krav och omsättningen ska helst vara högre än 200 mkr.

Transtema GreenHouse – ett växthus för nya idéer

GreenHouse är ett tema för att utveckla nya affärsmöjligheter, en plantskola för nya idéer som ska säkerställa att de inte kommer i skymundan av bolagets ordinarie verksamhet. På det sätter får de utrymme att gro och växa till förhoppningsvis livskraftiga och lönsamma idéer.

Greenhouse har idag två projekt:

- Laddinfrastruktur: North Projects, som förvärvades i juli, ligger för närvarande inom GreenHouse då det är skillnad mellan den traditionella telekombranschen och elbranschen.
- Kabel-TV/Koax-nät: Bäck Service & Underhåll, som förvärvades i oktober, ligger i Greenhouse då en satsning ska göras för att etablera sig i hela Sverige.

Tvåsiffrig vinsttillväxt

Med en organisk tillväxt på i snitt 5% 2022-26e och en marginal på ca 7% ser vi en genomsnittlig EPS på 3,6 kr 2026, vilket motsvarar en EPS-CAGR på 11%. Förvärv och full exekvering av potentialen kan leda till betydligt högre tillväxt.

2,9 mdkr i omsättning 2026

Två stora ordrar 2020 drev den organiska tillväxten 2021 (Diagram 42):

- Underhåll och service av 3GIS (Telenor och 3) mobilnät i hela Sverige till ett värde om 200 mkr under fem år och
- Utökning av avtalet med Telia för service och underhåll av Telias kopparnät i hela Sverige (Transtema hade tidigare södra Sverige) till ett värde av 1,3 mdkr över fem år

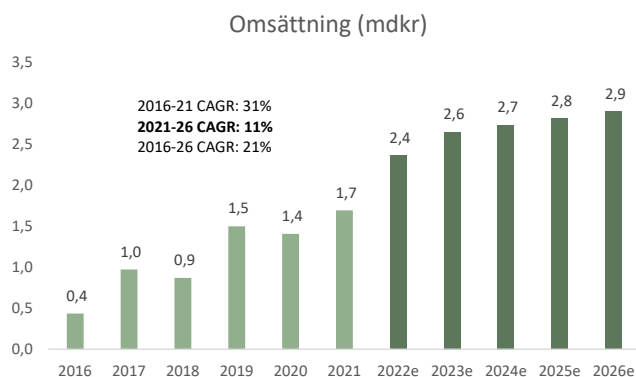
Den goda tillväxten har fortsatt 2022e, även om 5G-utrollningen bara är i sin linda. Vi antar en gradvis återgång till den underliggande tillväxten på 3% (Diagram 42). Utan ytterligare förvärv ser vi en omsättning 2026e på 2,9 mdkr, vilket motsvarar en försäljnings-CAGR på 11% per år i snitt (Diagram 43). Skulle de tillväxt drivare som vi har diskuterat tidigare falla ut väl ser vi betydligt högre tillväxt.

Diagram 42: 6% organisk tillväxt i snitt men kort historik



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 43: 11% CAGR 2022-2026e



Källa: Bolaget, EPB

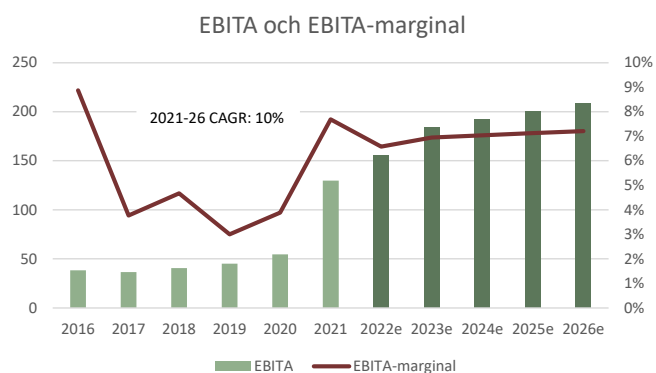
Vi ser en stabil EBITA-marginal på runt 7%

Transtema höjde sitt marginalmål från 5% till 7% i augusti 2022, vilket enligt oss var en tydlig signal om att bolaget har nått en ny marginalnivå. Vi antar att de kommer ligga runt 7% kommande år och ser därmed omsättningen som den främsta drivkraften av vinsten. Med en marginal på strax över 7% 2026 ser vi EBITA på strax över 200 mkr, vilket motsvarar en genomsnittlig hävstång på 7% med 10% 2023-2026. Detta ger en genomsnittlig vinsttillväxt på 10% (Diagram 44).

Låga investeringsbehov ger goda kassaflöden

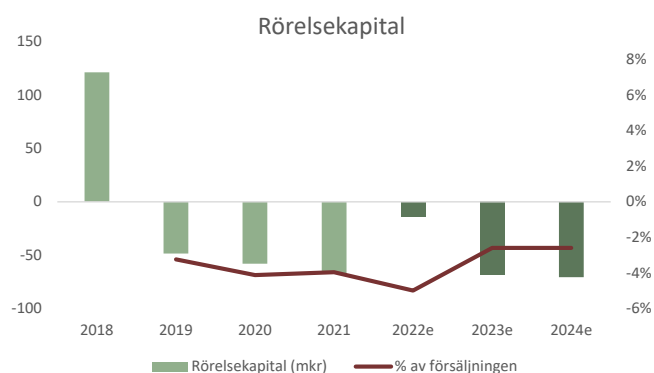
De senaste åren har rörelsekapitalet varit svagt negativt (Diagram 45). De har byggt rörelsekapital under 2022, men vi antar att det kommer att lösas upp under slutet av 2022 och början av 2023. Låga investeringsbehov och låg kapitalbindning gör att kassaflödena är bra. Vi ser mellanhög till hög ensiffrig, fri kassaflödesmarginal (Diagram 46), vilket tillåter fortsatt minskning av skuldsättningen genom hela prognosperioden. Med våra prognoser är bolaget skuldfritt 2023e, trots förvärven under 2022. Med en tydlig förvärvsagenda kan vi konstatera att det finns gott om utrymme för att göra ytterligare förvärv.

Diagram 44: Dubbelsiffrig vinststillväxt



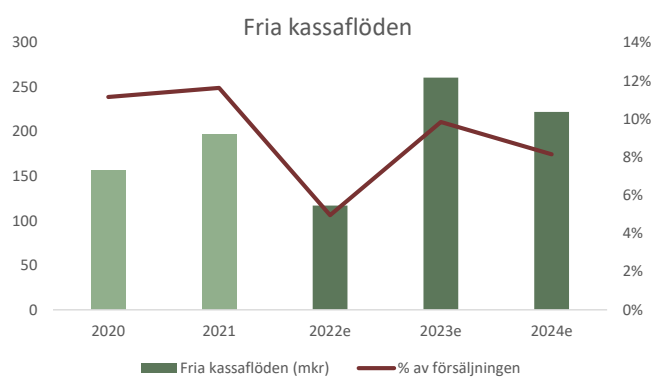
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 45: Negativt rörelsekapital och låga investeringsbehov...



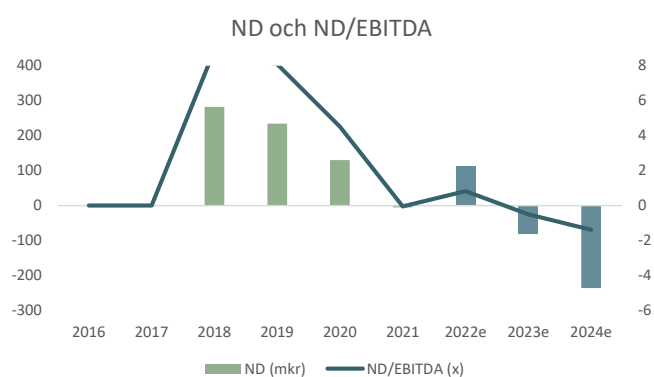
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 46: ...ger god kassaflödesgenerering...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 47: ...vilket driver ner skuldsättningen

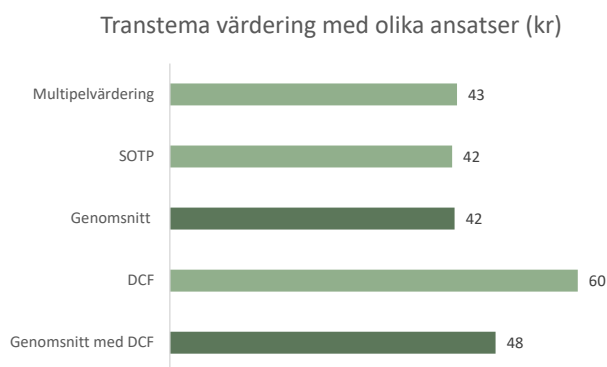


Källa: Bolaget, EPB

När ett genomsnitt på 42 kr med 60 kr i vår DCF

Vi värderar Transtema med ett genomsnitt av målmultiplar och SOTP och i genomsnitt når vi ett värde på 42 kr per aktie. Vår DCF, där vi använder en WACC på 12%, visar på ett värde på 60 kr.

Diagram 48: Vi får ett snitt på 42 kr i olika ansatser



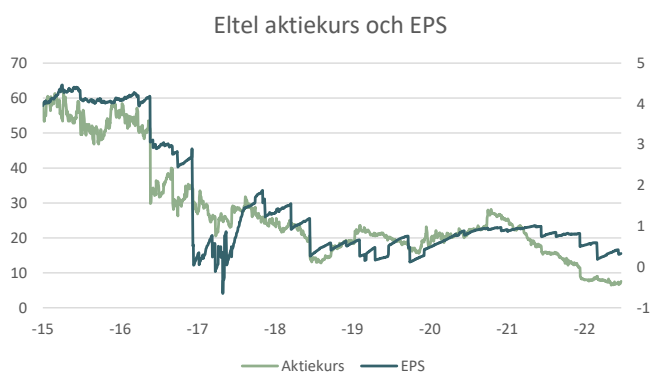
Källa: EPB

Diagram 49: Aktiekursen har divergerat mot EPS i Transtema...



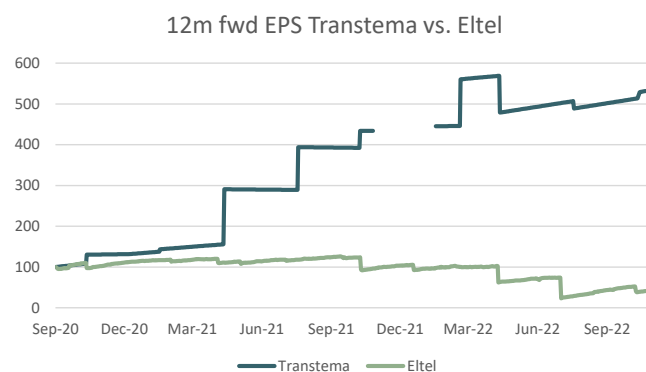
Källa: Factset, EPB

Diagram 50: ...på ett annat sätt än vad vi har sett i t.ex. Eltel



Källa: Factset, EPB

Diagram 51: Transtema har ökat vinsten betydligt mer än Eltel...



Källa: Factset, EPB

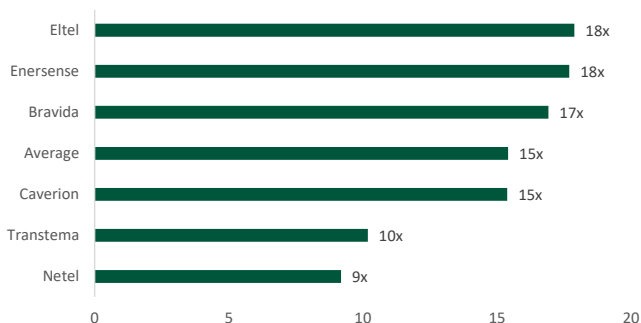
Aktiekursen och vinsten har divergerat vilket har lett till att aktien handlas till rabatt

Trots att den framåtblickande EPS-trenden har fortsatt uppåt, har aktiekursen fallit – fallet under 2022 är ren multipelkontraktion (Diagram 49). Detta står i motsats till exempelvis Eltel, där aktiekurs och EPS-trend i stort har gått hand i hand (Diagram 50). Sätter man de två vinsttrenderna i relation till varandra är trenden extra tydlig (Diagram 51).

Det verkar som att marknaden har förbisett Transtemas vinsttillväxt det senaste året. Detta har lett till att Transtema handlas till en stor rabatt till peer-gruppen (Diagram 52-55).

Diagram 52: ...men trots det handlas Transtema till en rabatt...

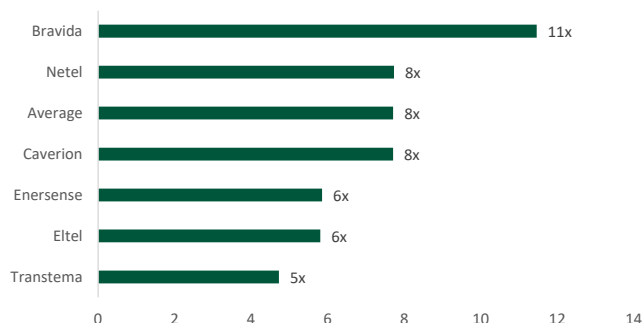
P/E 2023 Transtema peers



Källa: Factset, EPB

Diagram 53: ...både på EV/EBITDA och P/E

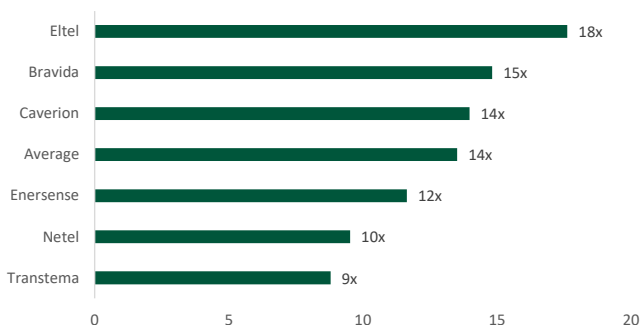
EV/EBITDA 2023 Transtema peers



Källa: Factset, EPB

Diagram 54: EV/EBIT

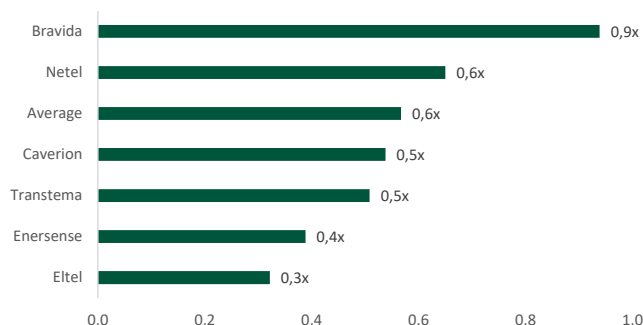
EV/EBIT 2023 Transtema peers



Källa: Factset, EPB

Diagram 55: EV/S

EV/S 2023 Transtema peers



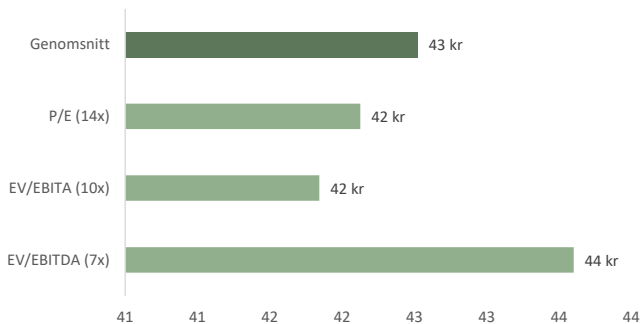
Källa: Factset, EPB

Multipelvärdering ger ett värde på 43 kr

Vi har valt att applicera våra multiplar på 2023 års vinst och har sedan nuvärdesberäknat dessa. Vi använder ett genomsnitt mellan P/E, EV/EBITA och EV/EBITDA och har lagt oss i mitten av peer-gruppen när vi har satt våra målmultiplar. Med de multiplar som vi har valt når vi ett värde på i genomsnitt 43 kr per aktie.

Diagram 56: Vår multipelvärdering ger 38 kr per aktie...

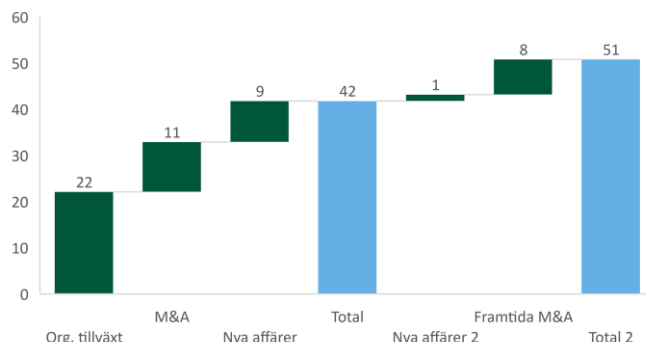
Transtema multipelvärdering (kr per aktie)



Källa: EPB

Diagram 57: ...och vår SOTP 42 kr per aktie

Transtema SOTP (kr per aktie)



Källa: EPB

SOTP ger ett värde på 42 kr med potential för 51 kr

Som vi har diskuterat ovan har Transtema redan nått en stor del av målsättningen. Genom att använda 9m 2022 som bas istället för helåret 2021, skulle vi nå en omsättning på 3,6 mdkr 2026 om målen skulle uppfyllas. En stor del av detta skulle komma genom förvärv. Genom att använda SOTP kan vi värdera även denna del.

I vårt basscenario, som återspeglas i våra prognoser, når vi ett värde per aktie på 42 kr. Skulle de nå 3,6 mdkr ser vi ytterligare uppsida till 51 kr (Diagram 57).

DCF ger ett värde på 60 kr

Med en WACC på 12% och en långsiktig EBIT-marginal på 7% får vi en DCF på 60 kr per aktie.

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 611	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	910	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	2 521	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	206	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-0,6%
Eget kapital	2 316			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	38				
Eget kapital per aktie	60				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
WACC	10,0%	71	74	78	82	87	WACC	10,0%	63	70	78	85	92
	11,0%	63	65	68	71	75		11,0%	56	62	68	74	80
	12,0%	56	58	60	63	65		12,0%	50	55	60	65	71
	13,0%	51	53	54	56	58		13,0%	45	50	54	59	63
	14,0%	47	48	49	51	52		14,0%	42	45	49	53	57

Källa: EPB

Ägarbild, styrelse och ledning

Transtema Groups största aktieägare, sett till såväl röster som kapital, är styrelseordförande Magnus Johansson genom bolag, Törnäs Invest AB, med 24,6% innehav. Näst största ägaren är Göran Nordlund, ägare och VD för investmentbolaget Fore C Investment Holding AB, som innehar 10,1% av kapital och röster. Därefter följer Jonas Nordlund med 8,3% ägande. Nordnet Pensionsförsäkring följer med sina 4,8% ägande sett till både kapital och röster. Även Avanza Pension samt Futur Pension har kapital och röster, 2,8% respektive 1,9%.

Styrelse

Nuvarande styrelse i Transtema Group består av 1+4 ordinarie styrelseledamöter vilka presenteras nedan.

Magnus Johansson, styrelseordförande. Styrelseordförande sedan 2022 och ledamot sedan 2014. Mellan åren 1997 och maj 2022 har Magnus varit VD för Transtema AB samt Transtema Group. Magnus är Transtema Groups största aktieägare.

Linus Brandt, styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2017. Andra sysselsättningar inkluderar CFO och Executive Vice President i börsbolaget Opus Group. Tidigare erfarenheter innefattar CFO på Stena Adactum samt Mediatec, Linus har även varit auktoriserad revisor och Partner på Deloitte.

Liselotte Hägertz Engstam, styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2017. Övriga styrelseuppdrag innefattar ledamot i Zalaris A/S, Itello och S-group, samt ordförande i Aino Health och Digoshen. Liselotte är för närvarande även rådgivare till startup. Tidigare erfarenhet från styrelseuppdrag i Knowit Group och f.d. Transcom Worldwide.

Anna Honnér, styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2022. Tidigare erfarenhet från ledande positioner och gedigen B2B erfarenhet, däribland roller som försäljningsdirektör inom TeliaSonera, VD för GothNet, VP Sales & Marketing på WirelessCar samt Affärsområdesansvarig på Acobia.

Ingrid Stenmark, styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2022. Tidigare erfarenhet omfattar över 20 år inom telekom, IT och media. Under denna period har Ingrid haft ledande position inom Telia Company. Tidigare styrelseuppdrag inom såväl noterat som onoterat.

Koncernledning

Transtema Groups koncernledning består av:

Henning Sveder. VD och koncernchef sedan 2022. Tidigare CFO för Transtema under åren 2019-2022. Tidigare erfarenhet som CFO i Qmatic Group samt Senior Finance Director i såväl SVP Worldwide som Burger King Corporation.

Tobias Martinsson. Chief Financial Officer. Tidigare erfarenhet från diverse controlling- och ekonomichefsroller, senast som ekonomichef för Tranter International AB.

Jens Boberg. Chief Information Officer. Tidigare befattningar inom Transtema AB som sälj- och marknadschef.

Magnus Eriksson. SVP Sales. Övriga befattningar innefattar VD för Transtema Network Services. Tidigare erfarenhet från flertalet ledande positioner inom Ericsson.

Sofia Hermansson. Chief Marketing Officer. Tidigare erfarenhet av industriell marknadsföring i internationella sammanhang för bolag så som Jungheinrich AG och Viega GmbH & Co. KG.

Per Swedberg. Chief Sustainable Officer. Tidigare erfarenhet från flertalet ledande positioner inom Ericsson.

Nina Jernemalm. Chief Human Resources Officer. Tidigare erfarenhet från flertalet ledande positioner inom Ericsson.

ESG

Transtema har en uttalad ambition och tillsatta verksamhetspolicys för att kunna bemöta omfattande miljöarbete i verksamheten. Den ekologiska aspekten fokuserar främst på de tre huvudområdena utsläpp, avfall och energiförbrukning, medan den sociala aspekten belyser arbetsförhållanden för medarbetare. Bolaget utgår från de lagar och regler som gäller i de områden där de är verksamma.

Environment

Transtemas syn på hållbarhet grundar sig i respekt för omvärlden och beaktande av begränsade resurser, både vad gäller bolagets eget arbete och även samarbetspartners och kunders verksamhet. Genom högre krav inom hållbarhet, uppmantras även konkurrenter att prioritera hållbar utveckling. Transtema beskriver utsläpp från fordon, transporter samt leverantörsleden som de främsta miljöavtrycken. För att arbeta mot en mer hållbar framtid har bolaget beslutat att de senast år 2030 ska uppnå ett netto noll av fossila koldioxidutsläpp. Detta innebär även högre krav på fordonsförbrukningen, där Transtema på koncernnivå beslutat om att övergå till fossilfria alternativ i så stor utsträckning som möjligt. Miljöavtrycket bemöts även genom avfallshantering, där samtliga verksamheter inom koncernen tillsammans ska uppnå 100% återvinning till år 2030. Bolaget upprättar en kontinuerlig hållbarhetsrapportering.

Social

Arbetet kring den sociala aspekten berör framför allt arbetsmiljö för medarbetare inom verksamheten. Detta syftar till god säkerhet och ett inkluderande klimat. Transtema har identifierat verksamhetsrisker kopplade till farliga arbetsmiljöer så som vägarbete, arbete med entreprenadmaskiner, arbete på hög höjd samt arbete med moment som inkluderar elektricitet. För att förhindra olyckor har bolaget flera system och processer utformade i syfte att kontinuerligt förebygga riskerna. Bolaget satsar även på god utbildning och kompetens bland anställda för att säkerställa arbetssäkerhet. Den sociala aspekten inkluderar därmed även tillgången till korrekt utrustning och personskydd. Delar av denna skyddsutrustning omfattas av besiktningsplikt. Transtema har interna rutiner samt instruktioner för moment inom verksamheten för att minska olycksrisk.

Governance

Transtemas målsättningar och visioner vad gäller bland annat netto noll fossila koldioxidutsläpp till 2030, reducera utsläpp från material- och tjänsteleverantörer med 50% till 2030 samt 100% återvinning av avfall, följer nationella och internationella förhållningssätt. Koncernen arbetar med att integrera dessa riktlinjer och ramverk i verksamhet och affärsstrategi. Bland dessa riktlinjer återfinns FN:s Agenda 2030, Fossilfritt Sverige och 1,5 C Business Play Book. Transtema anslöt sig även under våren 2021 till Science Based Targets initiative och fick sina mål slutligt godkända i oktober 2022. Bolaget tar ansvar genom kontinuerlig uppföljning av resultat och uppsatta mål inom hållbarhetsarbetet. Transtema tecknar ramavtal med utvalda aktörer för att kunna säkerställa att dessa följer uppförandekoder och bedriver verksamhet enligt samma riktlinjer som bolaget.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	868	1 497	1 405	1 690	2 361	2 648	2 728	2 810
Totala rörelsekostnader	-798	-1 361	-1 275	-1 488	-2 119	-2 360	-2 429	-2 500
EBITDA	70	137	130	202	242	288	299	310
Jämförelsestörande poster	0	0	0	8	-8	0	0	0
EBITDA, justerad	70	137	130	195	250	288	299	310
Totala avskrivningar	-39	-107	-101	-78	-97	-109	-112	-116
EBITA, justerad	41	45	55	130	171	200	208	216
EBIT	32	29	29	124	145	179	187	194
EBIT, justerad	32	29	29	117	153	179	187	194
Finansnetto	-3	-12	-10	-9	-21	-13	-6	-6
Resultat före skatt	28	17	19	115	124	166	180	188
Resultat före skatt, justerad	28	17	19	107	132	166	180	188
Total skatt	8	14	10	-24	-29	-35	-38	-39
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	36	30	29	90	94	130	141	147
Nettoresultat, justerad	36	30	29	82	102	130	141	147

Källa: Transtema, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	32	29	29	124	145	179	187	194
Övriga kassaflödesposter	39	107	95	74	48	62	69	71
Förändringar i rörelsekapital	-	-	37	12	-53	55	2	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	70	137	161	211	140	296	258	267
Investeringar	-	-	-4	-14	-20	-22	-23	-24
Fritt kassaflöde	70	137	157	197	120	273	235	243
Nyemission / återköp	-	-	53	1	0	0	0	0
Förvärv	-	-	19	0	-176	0	0	0
Förändringar av lån	-	-	-122	-29	115	-140	0	0
Övriga poster	-	-	-1	0	0	0	0	0
Kassaflöde	70	137	47	113	0	67	167	173
Omräkningsdifferenser	-	-	-1	0	0	0	0	0
Nettoskuld	283	235	130	-5	110	-97	-264	-437

Källa: Transtema, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	124	93	76	77	200	200	200	200
Övriga immateriella tillgångar	131	87	65	52	87	66	45	23
Materiella anläggningstillgångar	219	36	28	34	34	34	34	34
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	18	27	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	478	459	388	351	508	488	467	445
Varulager	19	17	17	18	26	29	30	30
Kundfordringar	199	163	149	145	283	265	273	281
Övriga omsättningstillgångar	7	10	12	7	7	7	7	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	19	65	178	178	245	411	584
Summa omsättningstillgångar	656	419	371	509	810	821	1 005	1 196
SUMMA TILLGÅNGAR	1 133	878	758	860	1 319	1 309	1 471	1 641
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	323	104	160	250	345	476	618	766
Minoritetsintressen	0	1	1	1	2	3	4	5
Summa eget kapital	323	104	160	251	347	479	622	772
Långfristiga räntebärande skulder	31	47	19	25	140	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	11	3	12	12	12	12	12
Summa långfristiga skulder	124	194	150	146	261	121	121	121
Kortfristiga räntebärande skulder	125	83	49	14	14	14	14	14
Leverantörsskulder	250	166	111	120	260	212	218	225
Övriga kortfristiga skulder	256	273	240	273	381	428	440	454
Summa kortfristiga skulder	686	580	448	462	710	709	728	748
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 133	878	758	860	1 319	1 309	1 471	1 641

Källa: Transtema, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	72%	N.m.	20%	40%	12%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	94%	N.m.	50%	28%	15%	4%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	31%	17%	4%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	24%	27%	9%	4%
EBITDA-marginal	8,1%	9,1%	9,2%	12,0%	10,2%	10,9%	11,0%	11,0%
EBITDA-marginal, justerad	8,1%	9,1%	9,2%	11,5%	10,6%	10,9%	11,0%	11,0%
EBIT-marginal	3,7%	1,9%	2,1%	7,4%	6,1%	6,8%	6,8%	6,9%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,5%	6,8%	6,8%	6,9%
Vinst-marginal, justerad	4,2%	6,1%	2,1%	4,9%	4,3%	4,9%	5,2%	5,2%

Källa: Transtema, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	14%	22%	40%	34%	31%	26%	21%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	30%	31%	29%	27%	23%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	44%	43%	43%	50%	56%

Källa: Transtema, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	11%	11%	9%	12%	10%	10%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	43%	35%	31%	34%	30%	30%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	-3%	-3%	-4%	0%	-2%	-2%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	4,2x	4,0x	4,0x	3,7x	4,2x	3,5x	3,1x

Källa: Transtema, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	283	235	130	-5	110	-97	-264	-437
Soliditet	29%	12%	21%	29%	26%	37%	42%	47%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	2,2x	0,8x	0,0x	0,3x	-0,2x	-0,4x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	4,0x	1,7x	1,0x	0,0x	0,5x	-0,3x	-0,9x	-1,4x

Källa: Transtema, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	1,50	1,11	0,83	2,32	2,42	3,34	3,63	3,78
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	2,62	3,34	3,63	3,78
FCF per aktie	2,91	4,99	4,40	5,06	3,08	7,03	6,03	6,26
Eget kapital per aktie	11,6	3,81	4,17	6,46	8,92	12,3	16,0	19,8
Antal aktier vid årets slut, m	27,9	27,4	38,3	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	27,4	35,6	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9

Källa: Transtema, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	9,5x	5,7x	13,2x	22,4x	10,2x	8,0x	7,4x	7,1x
P/EK	1,2x	1,7x	2,6x	7,4x	3,0x	2,2x	1,7x	1,3x
P/FCF	4,9x	1,3x	2,5x	9,4x	8,7x	3,8x	4,4x	4,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,8x	0,3x	0,4x	1,1x	0,5x	0,4x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	9,5x	3,0x	4,2x	9,3x	4,5x	3,2x	2,5x	1,9x
EV/EBIT, justerad	21,2x	14,0x	19,1x	15,6x	7,4x	5,2x	4,1x	3,0x
EV	672	407	550	1 817	1 135	928	761	588
Aktiekurs	14,2	6,3	11,0	47,5	26,7	26,7	26,7	26,7

Källa: Transtema, EPB

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 frånsäger 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 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