



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Diversifierade teleoperatörer | Sverige | 13 januari 2023

Transtema

Förvärvet av UBConnect är ytterligare en milstolpe

Förvärvet av UBConnect exemplifierar strategin...

Transtema planerar att växa i tre dimensioner – i närliggande produktområden, i nya geografier och med nya kunder. Det är svårt att komma in hos nya kunder och i nya segment men genom förvärv kan de få in en fot och växa därifrån. Både förvärvet av Tessta på våren 2022 och förvärvet av UBConnect är exempel på hur de exekverar på denna strategi. Utöver breddat erbjudande diversifierar förvärvet dessutom kundkoncentrationen ytterligare – vi bedömer att exponeringen mot Telia kan ha gått ned mot strax över en tredjedel genom förvärvet.

...och de är nu mer eller mindre heltäckande i Norge

Genom förvärvet av Tessta fick Transtema framför allt en exponering mot fasta nät och genom förvärvet av UBConnect får de en exponering mot radionätet (mobil). De täcker därmed alla segment i Norge, även om de inte ännu är totalleverantör. Vi ser förvärvet som ett kritiskt steg till att uppfylla målet att bli nummer ett i Norge. Den största tillväxtpotentialen i Norge bedömer vi är service och underhåll av fasta nät samt drift och övervakning för både fasta nät och mobil.

Höjer estimat och motiverat värde efter förvärvet

Vi höjer våra estimat för 2023-2024e med 15% efter att ha konsoliderat förvärvet och höjer vårt motiverade värde till 53-55 kr (41-43 kr). Vi fortsätter tycka att värderingen är attraktiv och att marknaden varken tar hänsyn till den tillväxt som redan levererats eller den vi tror kommer. Vi noterar att diskrepansen mellan aktiekursen och vinsttrenden är fortsatt signifikant.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk												
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	53 - 55 kr											
Totala intäkter	2 361	0,0	3 052	15,2	Totala intäkter	1 690	2 361	3 052	3 180	Aktiekurs	37,4 kr											
EBITDA, just.	250	0,0	336	16,5	Intäkstillväxt	20%	40%	29%	4%	Riskenivå	Medel											
EPS, just.	2,6	0,0	3,8	14,7	EBITDA, just.	195	250	336	353	Kursutveckling 12 mån 												
Kommande händelser					EBIT, just.	117	153	210	222													
Q4 - rapport	09 februari 2023				EPS, just.	2,1	2,6	3,8	4,3													
Q1 - rapport	04 maj 2023				EPS-tillväxt	>100%	4%	59%	12%													
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	6,5	8,9	12,7	17,1													
Antal aktier	38m				EBIT-marginal	7,4%	6,1%	6,9%	7,0%													
Börsvärde	1 162				ROE, just.	40,1%	34,1%	35,6%	28,8%													
Nettoskuld	110				ROCE, just.	30,2%	31,5%	32,9%	30,4%													
EV	1 272				EV/Sales	1,1x	0,5x	0,4x	0,4x													
Free float	65%				EV/EBITDA	9,3x	5,1x	4,1x	3,3x													
Daglig handelsvolym, snitt	222k				EV/EBIT	15,6x	8,3x	6,5x	5,2x													
Bloomberg Ticker	TRANSSS EQUITY				P/E, just.	22,4x	11,6x	9,5x	8,5x													
Analytiker					P/EK	7,4x	3,4x	2,9x	2,1x													
Markus Almerud					Nettoskuld/EBITDA	0,0x	0,5x	-0,1x	-0,7x													
markus.almerud@penser.se									Intressekonflikter <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		✓																				

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 åtminstone 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 intäcksströmmar. 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 ett antal målmultiplar. 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.

Motiverat värde

SEK 53-55

Förvärvet breddar erbjudandet i Norge

I slutet av december meddelade Transtema att de tecknat avtal om att förvärva norska UBConnect, Norges ledande bolag inom design, installation och uppgradering av mobilnät. Omsättningen 2022 förväntas uppnå till NOK 440m (ca 460 mkr) med EBITA om ca NOK 30m (ca 32 mkr), vilket motsvarar en marginal på nästan 7%. Förvärvet väntas slutföras under januari 2023.

Initiala köpeskillingen är NOK 94m (ca 100 mkr, ca NOK 82m är kontant och resterande ca NOK 12m i nyemitterade aktier) vilket motsvarar EV/S på 0,2x och EV/EBITA ca 3x på 2022 års siffror.

Med förvärvet breddar Transtema sitt erbjudande betydligt i Norge och kommer därmed in på Radionät där de förut inte hade någon närvaro (Figur 1). Förutom att förvärvet innebär ytterligare diversifiering av såväl kundkoncentrationen (Telias andel av försäljningen borde i och med förvärvet sjunka från ca hälften till strax över en tredjedel) som erbjudandet tycker vi att förvärvet är en utmärkt illustration av hur vi bedömer Transtemas expansion kommer ske. Vi ser Transtema växa i tre dimensioner – nya produktområden, nya geografier och nya kunder.

Figur 1: Förvärvet breddar erbjudandet i Norge

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

Värdering

Vi anser att marknaden inte tar hänsyn till Transtemas vinststillväxt och dess potential och detta har inte förändrat med aktiens utveckling sedan vår initiering i november 2022 (aktien har gått upp 36% sedan vår initiering) – diskrepansen mellan aktiekurs och vinstutveckling är fortfarande signifikant (Diagram 1).

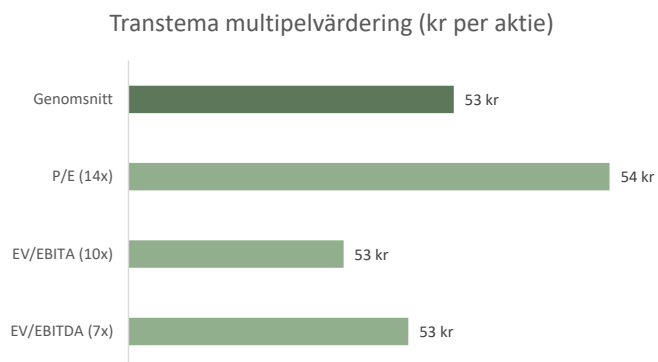
Pro-forma skulle Transtemas omsättning ha uppgått till 2,9 mdkr i årstakt i Q3 2022, vilket innebär att de redan uppnått det de utsatte sig att uppnå i och med att målen sattes under hösten 2021. Som en följd av detta går vi över från att värdera Transtema med SOTP och målmultiplar till enbart multiplar. Med våra målmultiplar når vi ett genomsnittligt värde på 53 kr per aktie.

Diagram 1: Fortsatt stor diskrepans mellan aktiekurs och vinsttrend



Källa: Factset, EPB

Diagram 2: Multipelvärderingen ger 53 kr per aktie i genomsnitt



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 623	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	765	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	2 388	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	292	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Eget kapital	2 096			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	39				
Eget kapital per aktie	54				

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%	64	66	69	72	76	WACC	10,0%	58	64	69	75	80
	11,0%	57	59	61	63	66		11,0%	52	56	61	65	70
	12,0%	51	52	54	56	58		12,0%	46	50	54	58	62
	13,0%	46	47	49	50	52		13,0%	42	45	49	52	55
	14,0%	42	43	44	45	47		14,0%	39	41	44	47	50

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	868	1 497	1 405	1 690	2 361	3 052	3 180	3 275
Totala intäkter	868	1 497	1 405	1 690	2 361	3 052	3 180	3 275
Bruttoresultat	868	1 497	1 405	1 690	2 361	3 052	3 180	3 275
Totala rörelsekostnader	-798	-1 361	-1 275	-1 488	-2 119	-2 716	-2 827	-2 910
EBITDA	70	137	130	202	242	336	353	366
Jämförelsestörande poster	0	0	0	8	-8	0	0	0
EBITDA, justerad	70	137	130	195	250	336	353	366
Totala avskrivningar	-39	-107	-101	-78	-97	-126	-131	-135
EBITA, justerad	41	45	55	130	171	234	246	256
EBIT	32	29	29	124	145	210	222	231
EBIT, justerad	32	29	29	117	153	210	222	231
Finansnetto	-3	-12	-10	-9	-21	-18	-6	-6
Resultat före skatt	28	17	19	115	124	192	215	224
Resultat före skatt, justerad	28	17	19	107	132	192	215	224
Total skatt	8	14	10	-24	-29	-40	-45	-47
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	36	30	29	90	94	151	169	176
Nettoresultat, justerad	36	30	29	82	102	151	169	176

Källa: Transtema, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	32	29	29	124	145	210	222	231
Övriga kassaflödesposter	39	107	95	74	48	69	81	83
Förändringar i rörelsekapital	-	-	37	12	-53	65	3	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	70	137	161	211	140	344	306	316
Investeringar	-	-	-4	-14	-20	-26	-27	-28
Fritt kassaflöde	70	137	157	197	120	318	279	288
Nyemission / återköp	-	-	53	1	0	0	0	0
Förvärv	-	-	19	0	-176	-86	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	15	199	206
Omräkningsdifferenser	-	-	-1	0	0	0	0	0
Nettoskuld	283	235	130	-5	110	-46	-245	-451

Källa: Transtema, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	124	93	76	77	200	260	260	260
Övriga immateriella tillgångar	131	87	65	52	87	89	64	39
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	571	546	521
Varulager	19	17	17	18	26	33	34	35
Kundfordringar	199	163	149	145	283	305	318	328
Övriga omsättningstillgångar	7	10	12	7	7	7	7	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	19	65	178	178	193	393	599
Summa omsättningstillgångar	656	419	371	509	810	856	1 083	1 310
SUMMA TILLGÅNGAR	1 133	878	758	860	1 319	1 427	1 630	1 831
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	323	104	160	250	345	497	667	844
Minoritetsintressen	0	1	1	1	2	3	4	6
Summa eget kapital	323	104	160	251	347	500	672	850
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	244	254	262
Övriga kortfristiga skulder	256	273	240	273	381	492	513	528
Summa kortfristiga skulder	686	580	448	462	710	806	837	860
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 133	878	758	860	1 319	1 427	1 630	1 831

Källa: Transtema, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	72%	N.m.	20%	40%	29%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	94%	N.m.	50%	28%	34%	5%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	31%	38%	6%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	24%	46%	12%	4%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	8,1%	9,1%	9,2%	12,0%	10,2%	11,0%	11,1%	11,2%
EBITDA-marginal, justerad	8,1%	9,1%	9,2%	11,5%	10,6%	11,0%	11,1%	11,2%
EBIT-marginal	3,7%	1,9%	2,1%	7,4%	6,1%	6,9%	7,0%	7,0%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,5%	6,9%	7,0%	7,0%
Vinst-marginal, justerad	4,2%	6,1%	2,1%	4,9%	4,3%	4,9%	5,3%	5,4%

Källa: Transtema, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	14%	22%	40%	34%	36%	29%	23%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	30%	31%	33%	30%	26%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	44%	43%	46%	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	4,7x	3,9x	3,3x

Källa: Transtema, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	283	235	130	-5	110	-46	-245	-451
Soliditet	29%	12%	21%	29%	26%	35%	41%	46%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	2,2x	0,8x	0,0x	0,3x	-0,1x	-0,4x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	4,0x	1,7x	1,0x	0,0x	0,5x	-0,1x	-0,7x	-1,2x

Källa: Transtema, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	1,50	1,11	0,83	2,32	2,42	3,83	4,29	4,47
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	2,62	3,83	4,29	4,47
FCF per aktie	2,91	4,99	4,40	5,06	3,08	8,09	7,09	7,33
Eget kapital per aktie	11,6	3,81	4,17	6,46	8,92	12,7	17,1	21,6
Antal aktier vid årets slut, m	27,9	27,4	38,3	38,9	38,9	39,3	39,3	39,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	27,4	35,6	38,9	38,9	39,3	39,3	39,3

Källa: Transtema, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	9,5x	5,7x	13,2x	22,4x	11,6x	9,5x	8,5x	8,1x
P/EK	1,2x	1,7x	2,6x	7,4x	3,4x	2,9x	2,1x	1,7x
P/FCF	4,9x	1,3x	2,5x	9,4x	9,8x	4,5x	5,1x	5,0x
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	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	9,5x	3,0x	4,2x	9,3x	5,1x	4,1x	3,3x	2,6x
EV/EBIT, justerad	21,2x	14,0x	19,1x	15,6x	8,3x	6,5x	5,2x	4,1x
EV	672	407	550	1 817	1 272	1 362	1 162	956
Aktiekurs	14,2	6,3	11,0	47,5	30,3	36,3	36,3	36,3

Källa: Transtema, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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