

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 27 februari 2023

BTS Group

Fortsatt valutamedvind i kvartalet

Omsättningen något starkare än väntat

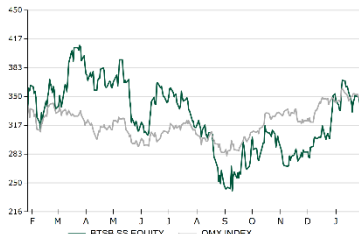
Omsättningen i kvartalet uppgick till 725 mkr vs vårt estimat om 723 mkr. Rensat för valutaeffekter uppgick tillväxten till 11%, den totala tillväxten uppgick till 27%. EBITA uppgick till 114 mkr, vilket motsvarar en marginal om 14%. Siffran är lägre än vårt estimat om 122 mkr. Avvikelsen går att förklara med en något lägre marginal från bolagets Nordamerika-segment. Nordamerika visade dock en stark återhämtning från Q3 med en valutajusterad tillväxt om 17% v/y och 15% q/q. Bolaget ger en guidning om att 2023 kommer vara bättre än 2022.

Stark historik motiverar premievärdering

BTS har sedan börsnoteringen 2001 haft en valutajusterad snitttillväxt om 13%, under samma period har EBITA vuxit med 16%. Givet att man är marknadsledande på en fragmenterad marknad bedömer vi att tillväxten kan fortsätta. Under de senaste två åren har marginalen stärkts mot det historiska snittet vilket gjort att avkastning på eget kapital har stigit. Givet den starka historiken anser vi att en DCF är den bästa metoden för värdering.

Marginella estimatförändringar

Givet en högre osäkerhet i ekonomin sänker vi våra intäktestimat med i snitt 2% de kommande åren. Vi bedömer att bolaget kommer se fortsatt positiv valutamedvind under H1'23, vilket ger stöd för våra tillväxtestimat på innevarande år. Trots de sjunkande estimaterna bibehåller vi vårt motiverade värde om 425-435 kr. Vi ser potentiella förvärv som en möjlig kurstrigger för bolaget.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	425 - 435 kr												
Totala intäkter	-1,2%	-2,7%	-	Totala intäkter	2 530	2 888	3 272	3 567	Aktiekurs	319 kr												
EBITDA, just.	-1,2%	-2,7%	-	Tillväxt	29%	14%	13%	9%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-1,7%	-0,9%	-	EBITDA, just.	420	491	556	628	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	304	367	436	508														
Q1 - rapport	12 maj 2023			EPS, just.	10,3	13,7	14,8	17,7														
Q2 - rapport	18 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	21%	33%	8%	20%														
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	5,7	7,0	8,4	9,1	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	19m			EBIT-marginal	12,0%	12,7%	13,3%	14,3%														
Börsvärde	6 403			ROE, just.	18,1%	20,5%	19,8%	21,3%														
Nettoskuld	(356)			ROCE, just.	27,6%	28,4%	30,2%	31,6%														
EV	6 047			EV/Sales	2,0x	2,1x	1,8x	1,7x														
Free float	81%			EV/EBITDA	12,0x	12,3x	10,9x	9,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBIT	16,7x	16,5x	13,9x	11,9x														
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			P/E, just.	28,4x	24,2x	22,4x	18,7x														
Analytiker				Direktavkastning	2,0%	2,1%	2,5%	2,8%														
Rikard Engberg				FCF yield	2%	5%	4%	5%														
rikard.engberg@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	-1,4x	-1,6x	-1,7x	-1,8x														

Investment case

BTS strategi omfattar interaktivt lärande och används för att träna chefer och hela organisationer på ett så konkret och personligt sätt som möjligt. I dagsläget är man marknadsledare inom denna nisch med en marknadsandel om ca 1% på en marknad som uppgår till ca USD 30bn. Bolaget har som mål att uppnå 20% årlig tillväxt med 17% EBITA-marginal. Dessa mål skall uppnås genom att växa både organiskt och via förvärv. De senaste 10 åren har bolaget genererat i genomsnitt 10% årlig valutajusterad omsättnings- och EBITA-tillväxt, där den organiska tillväxten har stått för merparten. Vi bedömer att tillväxten, i kombination med att bolaget trimmar och effektiviserar, kan leda till fortsatt marginalexpansion. Bolaget har sedan start byggt upp en stark återkommande kundbas med över 40 av världens största bolag som kunder. 80% av intäkterna kommer från kunder som tidigare använt sig av BTS. Vilket gör att man historiskt har varit motståndskraftiga i lågkonjunktur.

Bolagsprofil

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

Ett bolag, fyra intäktslag

Bolaget har fyra intäktsområden: program, kundanpassningar, licenser och övriga intäkter. Program står för majoriteten av intäkterna med ca 65%. Detta är dock ingen risk enligt vår bedömning då området är deras signum på marknaden. Samtidigt är detta deras dyraste tjänst, varför det är rimligt att den står för majoriteten av intäkterna. Intäktsmodellen är baserad på en fastprismodell med rörliga komponenter i form av årlig indexering samt avgifter beroende på antalet deltagare. Bolagets mest lönsamma segment är licenser, som står för drygt 11% av försäljningen. Här ser vi att förvärv kan komma att höja andelen av totalförsäljning. De resterande intäktslagen kundanpassningar och övriga intäkter står för 24% av nettoomsättningen.

Värdering

Givet den finansiella stabiliteten som råder i bolaget tillsammans med att bolaget över har tid levererat tvåsiffrig tillväxt och marginal bedömer vi att aktien har mer att ge och är fortsatt långsiktigt värd att äga. Vår DCF indikerar ett värde i spannet om 425-435 kr. Vi ser ytterligare uppsida vid eventuella framtida förvärv.

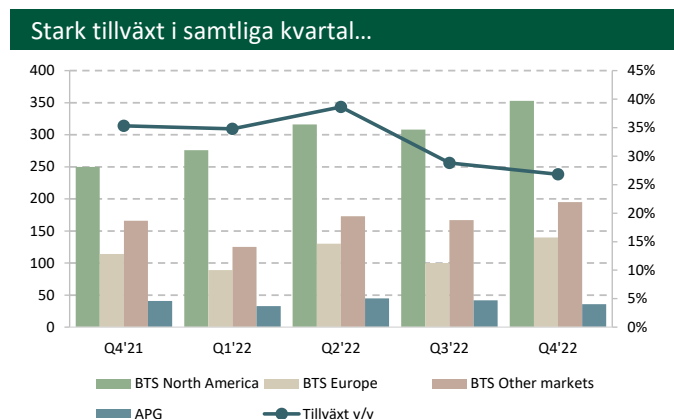
Kvartalet i detalj

BTS Nordamerika: Omsättningen i kvartalet uppgick 353 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 17%. Omsättningen för helåret uppgick till 1 254 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 12%. EBITA i kvartalet uppgick till 50 mkr vilket motsvarar en marginal om 14,2%. För helåret uppgick EBITA till 170,2 mkr vilket motsvarar en marginal om 13,6%. Under kvartalet har initiativ inletts för att stärka lönsamheten i segmentet.

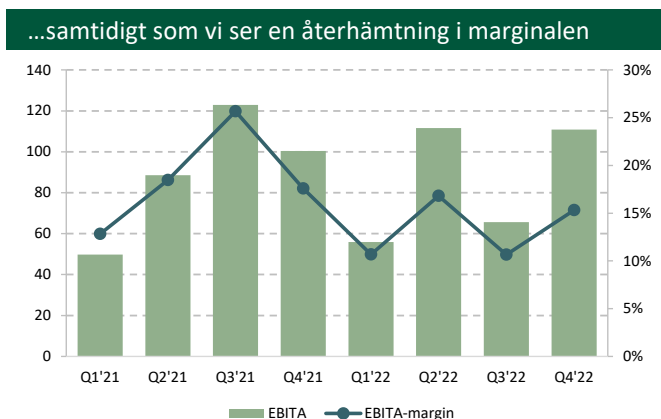
BTS Europa: Omsättningen i kvartalet uppgick till 140 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 18%. Omsättningen för helåret uppgick till 459 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 25%. EBITA i kvartalet uppgick till 27,7 mkr vilket motsvarar en marginal om 19,8%. Den starka lönsamheten går att förklara med god prisdisciplin och effektivt resursutnyttjande.

BTS Other Markets: Omsättningen i kvartalet uppgick till 195 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 7%. För helåret uppgick omsättningen till 661 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 23 mkr. EBITDA uppgick i kvartalet till 35,4% vilket motsvarar en marginal om 18,1 mkr. På helåret uppgick EBITA till 86,7 mkr vilket motsvarar en marginal om 13,1%.

APG: Omsättningen i kvartalet uppgick till 36 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -26%. För helåret uppgick omsättningen till 156 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 10%.



Källa: Bolaget

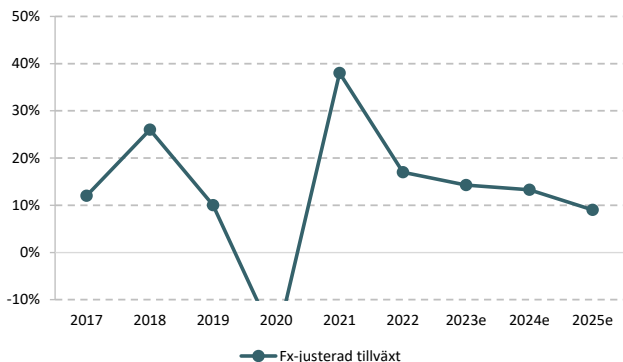


Källa: Bolaget

Estimatförändringar

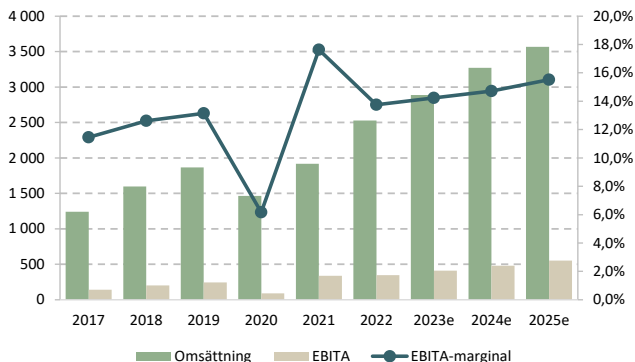
Vi gör endast marginella estimatförändringar kommande år. Vi bedömer att den organiska tillväxten kommer att avta under prognosperioden, men i närtid har bolaget medvind i form av gynnsamma valutaförhållanden.

Vi bedömer den valutajusterade tillväxten avta kommande år...



Källa: EPB

...samtidigt som vi bedömer att marginalen kommer röra sig mot marginalmålet på 20%



Källa: EPB

Värdering

Givet BTS historik av stark organisk tillväxt och låg volatilitet i marginaler anser vi att en DCF är den bästa värderingsmetoden. Vår DCF ger ett motiverat värde om 425-430 kr.

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	3 527		
PV of terminal value (perpetuity formula)	4 352		
Enterprise value	7 878		
Latest net debt	-356,00		
Minority interests & other			
Equity value	8 234		
No. of shares outstanding (millions)	19		
Equity value per share (SEK)	425		
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	4,1	3,1	2,7
EV/EBITDA	19,3	18,7	16,0
EV/EBIT	25,9	25,9	21,5
EV/NOPLAT	33,2	33,3	27,5
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	320		

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,0%
Extra risk premium	0,5%
Beta	1,0
Cost of equity	8,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	8,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	3,5%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,0%	446	475	508	549	601
	7,5%	412	436	463	496	536
	8,0%	383	403	425	452	483
	8,5%	358	374	393	415	441
	9,0%	336	350	366	384	405
		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	384	446	508	570	633
	7,5%	353	408	463	518	572
	8,0%	328	376	425	474	522
	8,5%	306	349	393	437	480
	9,0%	287	326	366	405	444

	2023-02-22	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Terminal
DCF (SEKm)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales		1 865	1 464	1 917	2 530	2 888	3 272	3 567	3 850	4 112	4 347	4 569	4 773	4 957	5 118	5 252	5 357
EBITDA		311	155	408	420	491	556	628	688	747	801	854	905	953	997	1 037	1 071
- Depreciation		-86	-91	-104	-117	-124	-120	-120	-132	-144	-155	-173	-193	-212	-231	-250	-268
= EBIT		226	65	305	304	367	436	508	557	603	647	681	712	741	766	787	804
- Tax on EBIT		-50	-14	-67	-67	-81	-96	-112	-122	-133	-142	-150	-157	-163	-168	-173	-177
= NOPLAT		176	50	238	237	286	340	397	434	471	505	531	555	578	597	614	627
+ Depreciation		86	91	104	117	124	120	120	132	144	155	173	193	212	231	250	268
= Gross cash flow		262	141	341	354	410	460	517	566	614	659	704	748	790	828	864	895
- Capex		-18	-19	0	-20	-19	-61	-50	-69	-90	-112	-136	-162	-188	-215	-241	-268
= Increase (+decrease) in WC		-18	143	-5	-152	-17	-88	-68	-9	-8	-7	-7	-6	-6	-5	-4	-28
= Free cash flow from operations		226	265	337	182	374	311	399	489	516	540	561	580	596	609	618	599
PV of cash flow				370	185	352	271	322	365	357	346	333	319	303	287	270	4 352
% of Enterprise value				5%	2%	4%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	55%
Accumulated % of Enterprise value				5%	7%	12%	15%	19%	24%	28%	33%	37%	41%	45%	48%	52%	107%

Källa:EPB

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 243	1 598	1 865	1 464	1 917	2 530	2 888	3 272	3 567
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	49	0	0	0	0
Totala intäkter	1 243	1 598	1 865	1 464	1 966	2 530	2 888	3 272	3 567
Bruttoresultat	1 243	1 598	1 865	1 464	1 966	2 530	2 888	3 272	3 567
Övriga rörelsekostnader	-1 092	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 397	-2 715	-2 939
EBITDA	151	214	311	155	408	420	491	556	628
EBITDA, justerad	151	214	311	155	408	420	491	556	628
Avskrivningar	-9	-12	-66	-65	-71	-72	-80	-75	-75
EBITA, justerad	142	202	245	90	337	349	411	481	553
Amortering	-10	-18	-20	-26	-33	-45	-44	-45	-45
EBIT	132	183	226	65	305	304	367	436	508
EBIT, justerad	132	183	226	65	255	304	367	436	508
Finansnetto	-1	-4	-9	-14	-16	-14	-18	-22	-18
Resultat före skatt	131	180	216	51	289	290	349	414	490
Resultat före skatt, justerad	131	180	216	51	239	290	349	414	490
Total skatt	-33	-54	-66	-16	-75	-91	-84	-128	-147
Nettoresultat	98	126	151	35	214	199	265	286	343
Nettoresultat, justerad	98	126	151	35	164	199	265	286	343
Intäktsstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	14%	13%	9%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	12,7%	13,3%	14,3%
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,48	10,3	13,7	14,8	17,7
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	21%	33%	8%	20%

Källa: BTS Group, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	132	183	226	65	305	304	367	436	508
Övriga kassaflödesposter	-33	-23	10	35	12	48	22	-30	-45
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-18	143	-5	-152	-17	-88	-68
Kassaflöde från den operationella verksamheten	98	158	217	242	312	200	372	318	395
Investeringar i anläggningstillgångar	-18	-19	-	-12	-12	-61	-50	-50	-50
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-	-8	-7	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-63	-18	-38	-127	-163	-15	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-80	-37	-38	-148	-182	-76	-50	-50	-50
Fritt kassaflöde	18	121	180	95	130	124	322	268	345
Nyemission / återköp	-	6	23	-	-	-	-	-	-
Förändring av skulder	101	-23	-	328	-79	-116	0	0	0
Utdelningar	-47	-53	-69	-69	-23	-93	-110	-135	-162
Övriga poster	0	0	-86	-46	-58	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	55	-71	-132	213	-161	-209	-110	-135	-162
Kassaflöde	73	50	47	307	-30	-84	211	133	183
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-788	-921	-1 104

Källa: BTS Group, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	421	455	536	549	830	909	865	820	775
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	115	121	121	121	121
Materiella anläggningstillgångar	34	39	220	185	180	186	156	131	106
Finansiella anläggningstillgångar	8	15	13	17	22	28	28	28	28
Summa anläggningstillgångar	550	581	851	826	1 147	1 244	1 170	1 100	1 030
Kundfordringar	335	512	514	409	557	723	809	916	999
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	194	215	215	215	215
Likvida medel och kortfristiga placeringar	200	262	316	591	594	577	788	921	1 104
Summa omsättningstillgångar	676	947	1 018	1 134	1 345	1 515	1 812	2 052	2 318
SUMMA TILLGÅNGAR	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 981	3 151	3 347
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 367	1 518	1 700
Summa eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 367	1 518	1 700
Övriga långfristiga skulder	305	284	364	431	543	543	543	543	543
Summa långfristiga skulder	305	284	364	431	543	543	543	543	543
Övriga kortfristiga skulder	341	540	665	820	966	1 003	1 071	1 091	1 105
Summa kortfristiga skulder	341	540	665	820	966	1 003	1 071	1 091	1 105
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 981	3 151	3 347

Källa: BTS Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	14%	13%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	42%	45%	-50%	>100%	3%	17%	13%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	39%	23%	-71%	>100%	19%	21%	19%	17%
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	21%	33%	8%	20%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	17,0%	17,0%	17,6%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	17,0%	17,0%	17,6%
EBIT-marginal	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	15,9%	12,0%	12,7%	13,3%	14,3%
EBIT-marginal, justerad	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	12,7%	13,3%	14,3%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,9%	9,2%	8,7%	9,6%

Källa: BTS Group, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	20%	20%	5%	19%	18%	21%	20%	21%
ROCE, justerad	Neg.	29%	29%	8%	30%	28%	28%	30%	32%
ROIC, justerad	Neg.	45%	47%	20%	>100%	59%	60%	74%	85%

Källa: BTS Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	27%	32%	28%	28%	28%	29%	28%	28%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	39%	43%	63%	62%	48%	45%	40%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	9%	2%	-19%	-11%	-3%	-2%	1%	3%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	2,1x	2,1x	2,2x	2,1x

Källa: BTS Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-788	-921	-1 104
Soliditet	47%	46%	45%	36%	39%	44%	46%	48%	51%
Nettoskuld / EBITDA	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,5x	-1,4x	-1,6x	-1,7x	-1,8x

Källa: BTS Group, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	5,20	6,63	7,80	1,82	11,0	10,3	13,7	14,8	17,7
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,48	10,3	13,7	14,8	17,7
FCF per aktie	0,95	6,36	9,29	4,90	6,72	6,42	16,6	13,8	17,8
Utdelning per aktie	2,80	3,60	3,60	1,20	4,80	5,70	6,97	8,36	9,10
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,9	19,0	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4

Källa: BTS Group, EPB

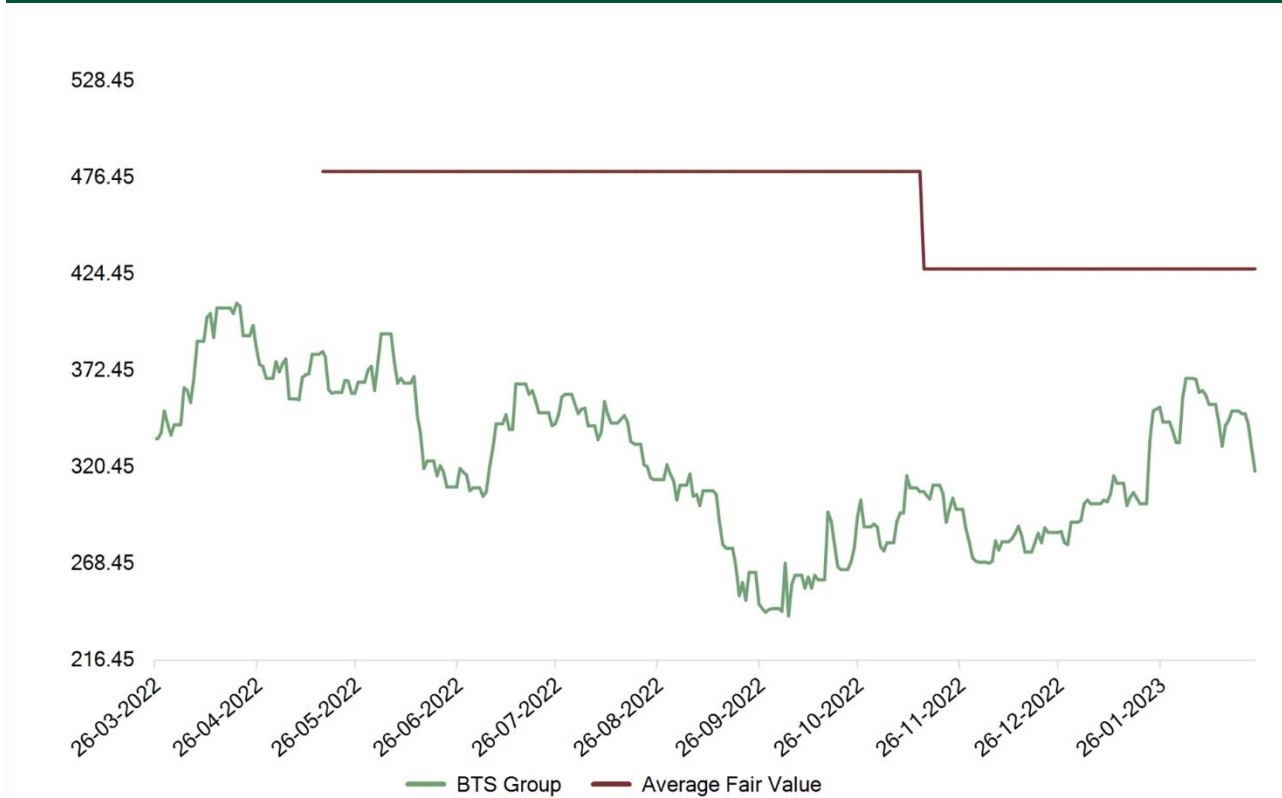
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	18,0x	19,1x	30,5x	119,0x	47,5x	28,4x	24,2x	22,4x	18,7x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	98,0x	20,0x	25,6x	44,3x	60,0x	45,3x	19,9x	23,9x	18,5x
FCF-yield	1%	5%	4%	2%	2%	2%	5%	4%	5%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	2,0%	2,1%	2,5%	2,8%
Utdelningsandel, justerad	53,8%	54,3%	46,2%	65,8%	56,6%	55,6%	51,0%	56,7%	51,4%
EV/Sales	1,3x	1,3x	2,3x	2,5x	3,7x	2,0x	2,1x	1,8x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	10,4x	10,1x	13,8x	23,2x	17,7x	12,0x	12,3x	10,9x	9,6x
EV/EBIT, justerad	11,8x	11,7x	19,0x	55,7x	28,3x	16,7x	16,5x	13,9x	11,9x
EV	1 566	2 153	4 281	3 600	7 213	5 061	6 047	6 047	6 047
Aktiekurs	93,5	127	238	217	403	291	331	331	331

Källa: BTS Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

BTS Group (BTSB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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