



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 16 maj 2023

BTS Group

En utmanande start på året

Svag utveckling i techsektorn pressar omsättning och lönsamhet

Omsättningen i kvartalet uppgick till 579 mkr vilket motsvarar en tillväxt i konstant valuta om 2%. Siffran är lägre än vad som krävs för att nå våra helårsestimat. Den svaga omsättningen går att förklara med att omsättningen från bolagets största marknad, Nordamerika sjunker med 6% i konstanta valutor. Förklaringen går att härleda till att klienter inom techsektorn har skjutit på projekt till följd av nedskärningar och ökad ekonomisk osäkerhet. EBITA uppgick till 47 mkr vilket motsvarar en marginal om 8,2%. Den svaga marginalen går delvis att förklara med lägre omsättning men även att bolaget inte fullt ut lyckats kompensera för löneinflation. Efter kvartalets utgång har The Boda Group förvärvats vilket kommer stärka både tillväxt och lönsamhet.

Stark historik motiverar premievärdering

BTS har sedan börsnoteringen 2001 haft en valutajusterad tillväxt om i snitt 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.

Estimatförändringar reflekterar ökad ekonomisk osäkerhet samt förvärv

Baserat på det osäkra ekonomiska läget sänker vi våra intäktsestimat för BTS med 2% under prognosperioden. Vi bedömer att Boda-förvärvet kommer addera ca 3% från omsättningen 2022. Torts bolagets plan för att reducera kostnadsbasen med 60 mkr från 2022 års nivåer sänker vi vårt EBITDA-estimat med i snitt 10% under prognosperioden och 13% på innevarande år. Som en följd av estimatförändringarna sänker vi vårt motiverade värde till 400-410 kr från tidigare 425-435 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	400 - 410 kr												
Totala intäkter	-1,6%	-1,6%	-1,6%	Totala intäkter	2 530	2 843	3 220	3 511	Aktiekurs	236,5 kr												
EBITDA, just.	-12,8%	-9,2%	-8,9%	Tillväxt	29%	12%	13%	9%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-20,0%	-12,3%	-11,4%	EBITDA, just.	420	428	505	573	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
Kommande händelser				EBIT, just.	303	306	385	453														
Q2 - rapport	18 augusti 2023			EPS, just.	10,2	10,9	12,9	15,7														
Q3 - rapport	10 november 2023			EPS-tillväxt, just.	20%	7%	18%	21%														
				Utdelning per aktie	5,7	7,0	8,4	9,1														
Bolagsfakta (mkr)				EBIT-marginal	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%														
Antal aktier	19m			ROE, just.	18,0%	16,8%	18,3%	20,3%														
Börsvärde	4 582			ROCE, just.	27,6%	24,2%	28,1%	30,2%														
Nettoskuld	-224			EV/Sales	2,0x	1,5x	1,4x	1,2x														
EV	4 358			EV/EBITDA	12,0x	10,2x	8,6x	7,6x														
Free float	81%			EV/EBIT	16,7x	14,3x	11,3x	9,6x	<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		✓																				
Daglig handelsvolym, snitt	15k			P/E, just.	28,5x	21,6x	18,3x	15,1x														
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			Direktavkastning	2,0%	2,9%	3,5%	3,8%														
				FCF yield	2%	6%	5%	7%														
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	-1,4x	-1,7x	-1,7x	-1,7x														
Rikard Engberg																						
rikard.engberg@penser.se																						

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 400-410 kr. Vi ser ytterligare uppsida vid eventuella framtida förvärv.

Kvartalet i detalj

BTS Nordamerika: Omsättningen i kvartalet uppgick till 291 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -6%. Den negativa tillväxten är främst en följd av förseningar ifrån bolagets kunder i techsektorn som leder till förseningar. Techsektorn har under Q1 präglats av stora personalneddragningar. EBITA i kvartalet uppgick till 27,5 mkr vilket motsvarar en marginal om 9,5%. Vi bedömer att BTS kommer kunna se en återhämtning i Nordamerika likt den man såg mellan Q3 och Q4'22 då techsektorn präglades av liknande osäkerhet.

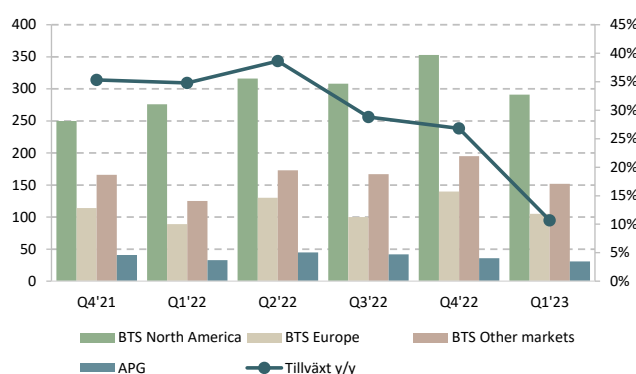
BTS Europa: Omsättningen i kvartalet uppgick till 105 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 14%. EBITA i kvartalet uppgick till 10,8 mkr vilket motsvarar en marginal om 10,2%. EBITA-marginalen pressas av löneinflation som inte lyckats kompenseras för genom ökade priser

BTS Other Markets: Omsättningen i kvartalet uppgick till 152 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 13%. EBITA uppgick i kvartalet till 8,8 mkr vilket motsvarar en marginal om 5,8%. Bolaget stärker marginalen som under Q1'22 uppgick till 1,5% genom prishöjningar och operativa förbättringar.

APG: Omsättningen i kvartalet uppgick till 31 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -15%. EBITA uppgick till -1,5 mkr. BTS ser tendenser till att året kommer avslutas starkare än det inleds.

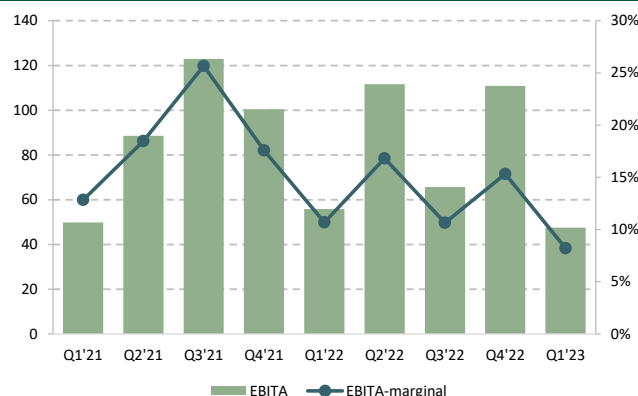
Sammanfattningsvis en svag inledning på året av BTS. Vi bedömer dock att tillväxten kan vända givet att projekt har försenats snarare än ställts in. Vi såg ett liknande mönster förra året mellan Q3-Q4. I tider av högre osäkerhet har BTS ofta lyckats plocka marknadsandelar och gått stärkta ur krisen.

Nordamerika pressar omsättning...



Källa: Bolaget

...och lönsamhet



Källa: Bolaget

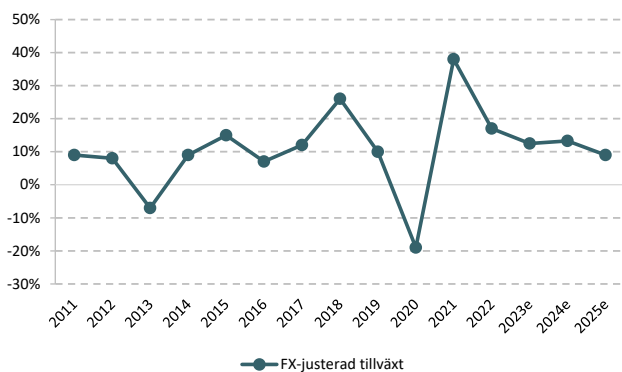
Händelser efter kvartalets slut

Efter kvartalets utgång har BTS förvärvat det amerikanska bolaget The Boda Group. Boda omsatte strax över USD 11m med en lönsamhet som var högre än BTS. Bolaget har över 25 coacher. Genom förvärvet adderar BTS ett nytt affärsområde, Executive Coaching. Tidigare har BTS haft coaching för mer juniora positioner genom förvärvet av Coach in a Box. BTS kan nu erbjuda skräddarsydda lösningar för företagsledare och annan exekutiv personal.

Estimatförändringar

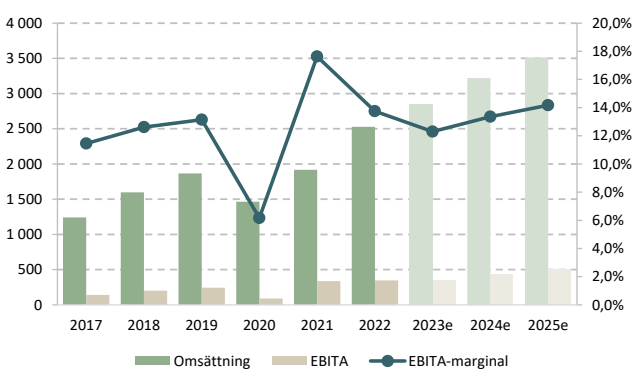
Givet det osäkra ekonomiska läget sänker vi våra estimat med i snitt 2% för intäkter under prognosperioden. Förvärvet av Boda gör kompenserar delvis för en lägre organisk tillväxt under året. Den högre kostnadsbasen gör att trots det annonserade besparingsprogrammet om 60 mkr från 2022 års bas sänker våra EBITA-estimat med 15% på innevarande år och 10% kommande 2 år.

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 400-410 kr.

DCF-värdering					Känslighetsanalys										
Värdering					Känslighetsanalys										
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 311	WACC-antaganden	3%	Antaganden terminalvärde											
Nuvärdet av terminalvärde	4 252	Risikfri ränta	5%	Långsiktig tillväxt											
Företagsvärde (EV)	7 564	Riskpremium	1%	Långsiktig EBIT-marginal											
Nettoskuld, senast rapporterad	-356	Småbolagspremium	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning											
Minoritetsintressen och övrigt	0	Extra riskpremium	8,0%	Capex, % av omsättning											
Eget kapital	7 920	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning											
Antal utstående aktier, full utspädning	19			Skattesats											
Eget kapital per aktie	409			Terminalvärde, % av EV											

Känslighetsanalys										
					Långsiktig tillväxt			Långsiktig EBIT-marginal		
					1,0%	1,5%	2,0%	10,0%	12,5%	15,0%
					2,5%	3,0%		17,5%	20,0%	
					7,0%	7,5%	8,0%	7,0%	7,5%	8,0%
					8,5%	9,0%		8,5%	9,0%	
					9,0%			9,0%		
					429	457	490	365	427	490
					530	580		552	615	
					478	517		501	556	
					435	466		458	507	
					399	424		421	465	
					369	389		390	430	

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	2 843	3 220	3 511
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	2 843	3 220	3 511
Bruttoresultat	1 243	1 598	1 865	1 464	1 966	2 530	2 843	3 220	3 511
Övriga rörelsekostnader	-1 092	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 415	-2 715	-2 939
EBITDA	151	214	311	155	408	420	428	505	573
EBITDA, justerad	151	214	311	155	408	420	428	505	573
Avskrivningar	-9	-12	-66	-65	-71	-72	-78	-75	-75
EBITA, justerad	142	202	245	90	337	349	350	430	498
Amortering	-10	-18	-20	-26	-33	-46	-44	-45	-45
EBIT	132	183	226	65	305	303	306	385	453
EBIT, justerad	132	183	226	65	255	303	306	385	453
Finansnetto	-1	-4	-9	-14	-16	-14	-17	-22	-18
Resultat före skatt	131	180	216	51	289	289	289	363	435
Resultat före skatt, justerad	131	180	216	51	239	289	289	363	435
Total skatt	-33	-54	-66	-16	-74	-91	-77	-113	-130
Nettoresultat	98	126	151	35	215	198	212	251	304
Nettoresultat, justerad	98	126	151	35	165	198	212	251	304
Intäktstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	12%	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%	10,8%	12,0%	12,9%
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,9	12,9	15,7
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	7%	18%	21%

Källa: BTS Group, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	132	183	226	65	305	303	306	385	453
Övriga kassaflödesposter	-33	-23	10	35	12	48	29	-15	-28
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-18	143	-5	-152	-7	-87	-67
Kassaflöde från den operationella verksamheten	98	158	217	242	312	199	328	284	357
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	123	278	234	307
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	-85	168	99	145
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-745	-843	-989

Källa: BTS Group, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	421	455	536	549	830	909	865	820	774
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	115	121	121	121	121
Materiella anläggningstillgångar	34	39	220	185	180	186	158	133	108
Finansiella anläggningstillgångar	8	15	13	17	22	28	28	28	28
Summa anläggningstillgångar	550	581	851	826	1 147	1 244	1 171	1 101	1 030
Kundfordringar	335	512	514	409	557	723	796	902	983
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	194	215	215	215	215
Likvida medel och kortfristiga placeringar	200	262	316	591	594	577	745	843	989
Summa omsättningstillgångar	676	947	1 018	1 134	1 345	1 515	1 755	1 960	2 187
SUMMA TILLGÅNGAR	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 926	3 061	3 217
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 315	1 430	1 572
Summa eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 315	1 430	1 572
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	1 069	1 088	1 103
Summa kortfristiga skulder	341	540	665	820	966	1 003	1 069	1 088	1 103
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 926	3 061	3 217

Källa: BTS Group, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	12%	13%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	42%	45%	-50%	>100%	3%	2%	18%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	39%	23%	-71%	>100%	19%	1%	26%	18%
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	7%	18%	21%
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%	15,1%	15,7%	16,3%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	15,7%	16,3%
EBIT-marginal	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	15,9%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
EBIT-marginal, justerad	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,8%	7,5%	7,8%	8,7%

Källa: BTS Group, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	20%	20%	5%	20%	18%	17%	18%	20%
ROCE, justerad	Neg.	29%	29%	8%	30%	28%	24%	28%	30%
ROIC, justerad	Neg.	45%	47%	20%	>100%	59%	51%	67%	77%

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%	44%	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	2,2x	2,3x	2,2x

Källa: BTS Group, EPB

Finansiell ställning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-745	-843	-989
Soliditet	47%	46%	45%	36%	39%	44%	45%	47%	49%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,6x	-0,6x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,5x	-1,4x	-1,7x	-1,7x	-1,7x

Källa: BTS Group, EPB

Aktiedata									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	5,20	6,63	7,80	1,82	11,1	10,2	10,9	12,9	15,7
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,9	12,9	15,7
FCF per aktie	0,95	6,36	9,29	4,90	6,72	6,37	14,4	12,1	15,9
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

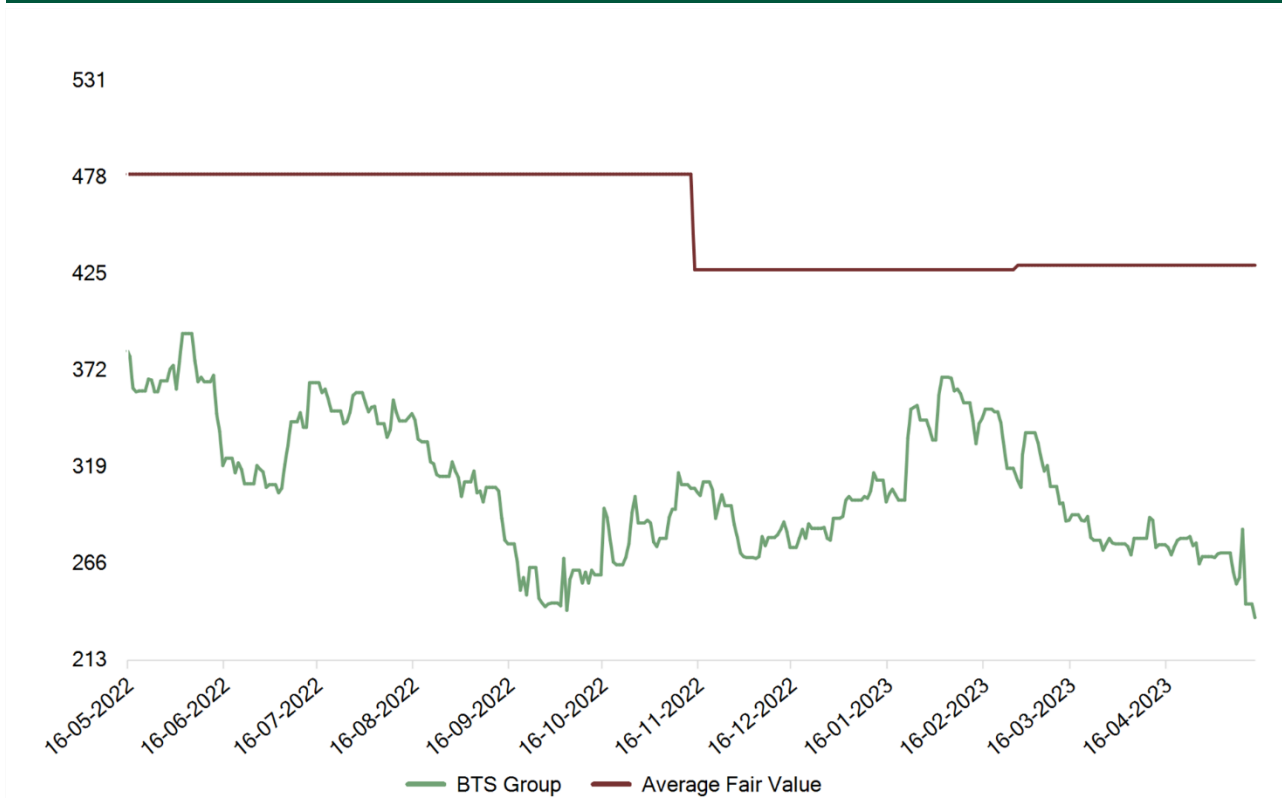
Källa: BTS Group, EPB

Värdering									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	18,0x	19,1x	30,5x	119,0x	47,2x	28,5x	21,6x	18,3x	15,1x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	98,0x	20,0x	25,6x	44,3x	60,0x	45,7x	16,5x	19,6x	14,9x
FCF-yield	1%	5%	4%	2%	2%	2%	6%	5%	7%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	2,0%	2,9%	3,5%	3,8%
Utdelningsandel, justerad	53,8%	54,3%	46,2%	65,8%	56,3%	55,9%	63,7%	64,7%	57,9%
EV/Sales	1,3x	1,3x	2,3x	2,5x	3,7x	2,0x	1,5x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	10,4x	10,1x	13,8x	23,2x	17,7x	12,0x	10,2x	8,6x	7,6x
EV/EBIT, justerad	11,8x	11,7x	19,0x	55,7x	28,3x	16,7x	14,3x	11,3x	9,6x
EV	1 566	2 153	4 281	3 600	7 213	5 061	4 358	4 358	4 358
Aktiekurs	93,5	127	238	217	403	291	237	237	237

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