



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT Services | Sweden | 15 May 2023

BTS Group

A challenging start to the year

Weak tech sector development leaves revenues and profitability under pressure

Q1 sales reached SEK 579m, suggesting growth in constant currencies of 2%. This was short of the level required to reach our full-year estimates. The weaker number was caused by sales in the company's largest market, North America, down 6% in constant currencies. This is attributable to tech sector clients having postponed projects owing to cuts and also to the greater economic uncertainty. EBITA came in at SEK 47m, representing a margin of 8.2%. This mediocre margin can partly be blamed on lower revenues plus the company not fully compensating for wage inflation. Following the close of the quarter, BTS acquired The Boda Group, which should bolster both growth and profitability.

Strong history justifies premium valuation

Since its listing in 2001, BTS has seen currency-adjusted average growth of 13%, while EBITA has grown by 16% over the same period. Given its status as the leader in a fragmented market, we expect this growth to continue. Over the past two years, the margin has improved versus the historical average, leading to an increase in return on equity. Thanks to its strong past, we consider DCF the best valuation method for the company.

Estimate changes reflect increased economic uncertainty and acquisitions

Owing to the uncertain economic environment, we lower our revenue estimates for BTS by 2% across our forecast period. We judge the Boda acquisition will add some 3% to the 2022 sales level. Despite the company's intention to reduce its cost base by SEK 60m from the 2022 level, we lower our EBITDA estimates by an average of 10% over our forecast period and by 13% for the current year. Given these estimate changes, we trim our fair value to SEK 400–410 (from SEK 425–435).

Estimate changes				Forecasts (SEKm)				Valuation and risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	SEK 400 – 410	
Total revenues	-1,6%	-1,6%	-1,6%	2 530	2 843	3 220	3 511	Share price	SEK 236,5	
EBITDA, adjusted	-12,8%	-9,2%	-8,9%	Growth	29%	12%	13%	9%	Risk level	Low
EPS, adjusted	-20,0%	-12,3%	-11,4%	EBITDA, adjusted	420	428	505	573	12-mth share price development	
Coming events				EBIT, adjusted	303	306	385	453		
Q2 - report	18 August 2023			EPS, adjusted	10,2	10,9	12,9	15,7		
Q3 - report	10 November 2023			EPS growth, adj.	20%	7%	18%	21%		
Company details (SEKm)				Dividend per share	5,7	7,0	8,4	9,1		
Number of shares	19m			EBIT margin	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%		
Market capitalisation	4 582			ROE, adjusted	18,0%	16,8%	18,3%	20,3%		
Net debt	-224			ROCE, adjusted	27,6%	24,2%	28,1%	30,2%		
EV	4 358			EV/Sales	2,0x	1,5x	1,4x	1,2x		
Free float	81%			EV/EBITDA	12,0x	10,2x	8,6x	7,6x		
Daily trading volume, average	14k			EV/EBIT	16,7x	14,3x	11,3x	9,6x		
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			P/E, adjusted	28,5x	21,6x	18,3x	15,1x		
Analyst				Dividend yield	2,0%	2,9%	3,5%	3,8%		
Rikard Engberg				FCF yield	2%	6%	5%	7%		
rikard.engberg@penser.se				Net debt/EBITDA	-1,4x	-1,7x	-1,7x	-1,7x		
								Conflicts of interest		
								Yes	No	
Market maker									✓	
Certified adviser									✓	
Transactions, 12 mth									✓	

Investment case

BTS's strategy involves interactive learning, used to train managers and entire organisations in the most concrete and personal way possible. It is currently the market leader in this niche, with a share of around 1% of this some USD 30bn market. The company aims to reach 20% annual growth on a 17% EBITA margin. It targets this through both organic growth and via acquisitions. Over the past ten years, BTS has achieved growth in annual currency-adjusted sales and EBITA averaging 10%, largely through organic growth. We believe this growth can, hand in hand with the company trimming and streamlining, lead to ongoing margin expansion. Since its foundation, BTS has built a robust recurring customer base with more than 40 of the world's largest companies as clients. 80% of revenues come from customers who have previously used BTS. This has created resilience historically during recessions.

Company profile

BTS develops and packages its customers' strategies and helps to implement these through simulations and training. It differentiates itself from large management consultancy firms in that it is more niche-oriented in implementing and executing strategies for its clients.

One company, four revenue streams

The company has four revenue streams: Programs, Development, Licenses, and Other revenue. Programs accounts for the majority of revenues at around 65%. This is, however, not a risk, in our view, since this is its signature business in the market. Moreover, as this is its most expensive service, it makes sense that it accounts for the majority of revenues. The revenue model is fixed price with variable components in the form of annual indexation and fees depending on the number of participants. The company's most profitable revenue stream is Licenses, accounting for just over 11% of sales. Here we believe acquisitions could increase the share of total sales. Together, Development and Other revenue account for 24% of net sales.

Valuation

Thanks to its financial stability and its double-digit growth and margin delivery over time, we believe the share has more to offer and is still worth owning for the long term. Our DCF model indicates a value range of SEK 400–410. We see further upside through potential acquisitions.

The quarter in detail

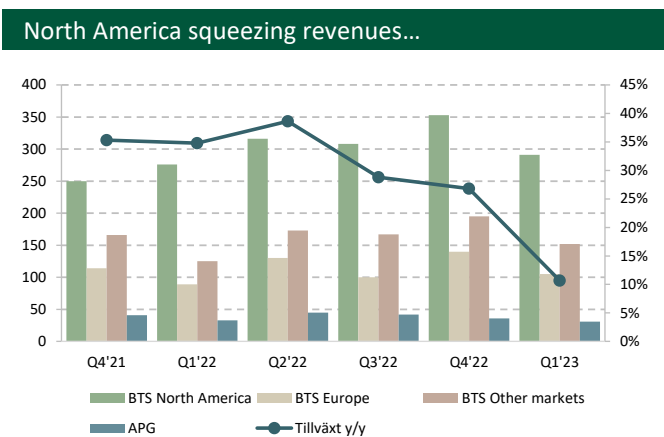
BTS North America: Sales in Q1 reached SEK 291m, suggesting currency-adjusted growth of -6%. This negative growth was largely the result of postponements by customers in the tech sector. The tech sector saw large-scale staff reductions in Q1. EBITA came in at SEK 27.5m in Q1, representing a margin of 9.5%. We anticipate a recovery for BTS in North America similar to that between Q3 and Q4 2022 when the tech sector was also plagued by similar uncertainty.

BTS Europe: Q1 sales were SEK 105m, implying currency-adjusted growth of 14%. EBITA reached SEK 10.8m, representing a margin of 10.2%. The EBITA margin is under pressure from wage inflation that has not been compensated for by increased prices.

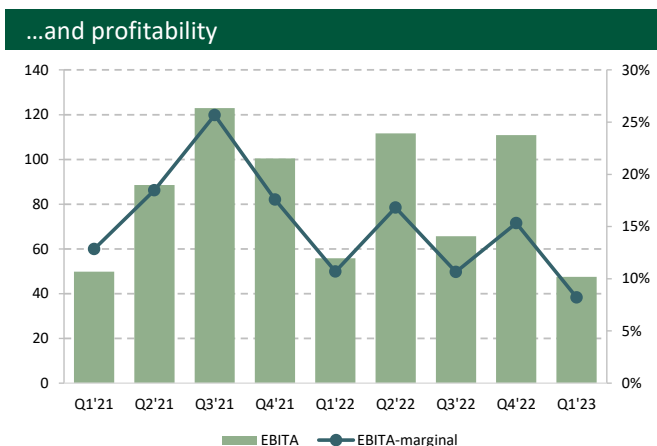
BTS Other Markets: Sales in Q1 reached SEK 152m, suggesting currency-adjusted growth of 13%. EBITA came in at SEK 8.8m, representing a margin of 5.8%. The company is strengthening this margin – which was 1.5% in Q1 2022 – through price increases and operational improvements.

APG: Q1 sales reached SEK 31m, representing currency-adjusted growth of -15%. EBITA was SEK -1.5m. BTS sees signs for the year ending more strongly than it began.

In summary, this was a poor start to the year by BTS. Regardless, we believe growth can be turned around given that projects have been delayed rather than cancelled. We saw a similar pattern last year between Q3 and Q4. At times when uncertainty reigns, BTS has often managed to gain market share and emerge stronger from the crisis.



Source: Company



Source: Company

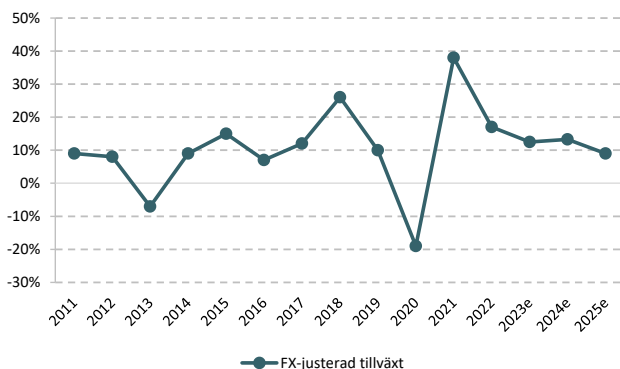
Events after the quarter's close

After the end of the quarter, BTS acquired the US company The Boda Group. Boda has revenues just north of USD 11m and higher profitability than BTS. The company has more than 25 coaches. Through this acquisition, BTS adds a new business area: executive coaching. BTS has previously had coaching for more junior positions, thanks to its acquisition of Coach in a Box. It can now offer tailored solutions for managers and other executive staff.

Estimate changes

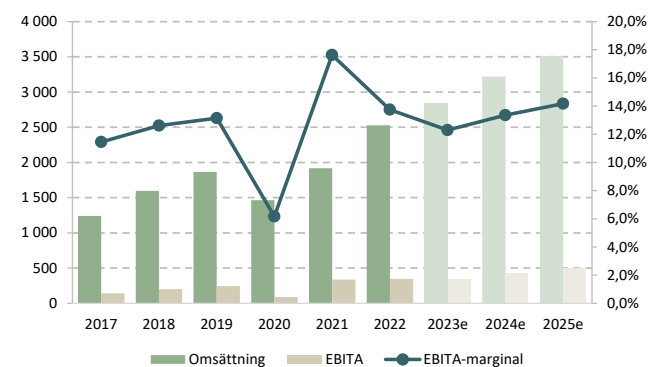
Given the uncertain economic environment, we lower our revenue estimates by an average of 2% over our forecast period. The Boda acquisition goes some way to compensate for lower organic growth during the year. As a result of the elevated cost base, despite the announced cost-savings programme of SEK 60m from 2022, we reduce our EBITA estimates by 15% for the current year and 10% for the following two years.

We expect currency-adjusted growth to decline in the coming years...



Source: EPB

...while we also believe margins will move towards the target of 20%



Source: EPB

Valuation

Given BTS's history of robust organic growth and low margin volatility, we consider DCF the best valuation approach. Our DCF model provides a fair value of SEK 400–410.

DCF-värdering				Känslighetsanalys															
Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde					Känslighetsanalys										
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 311	Risikfri ränta	3%	Långsiktig tillväxt	2,0%	Långsiktig tillväxt		Långsiktig EBIT-marginal		Långsiktig EBIT-marginal		Långsiktig EBIT-marginal		Långsiktig EBIT-marginal					
Nuvärdet av terminalvärde	4 252	Risikpremium	5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	7,0%	8,0%	8,5%	9,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
Företagsvärde (EV)	7 564	Småbolagspremium	1%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%	396	419	446	478	517	365	391	417	443	469	495	521	547	573
Nettoskuld, senast rapporterad	-356	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	5,0%	429	457	490	530	580	365	427	490	552	615	678	741	804	867
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	3,5%	396	419	446	478	517	365	391	417	443	469	495	521	547	573
Eget kapital	7 920			Skattesats	22,0%	368	387	409	435	466	311	360	409	458	507	556	605	654	703
Antal utstående aktier, full utspädning	19			Terminalvärde, % av EV	56,2%	368	387	409	435	466	311	360	409	458	507	556	605	654	703
Eget kapital per aktie	409					322	335	351	369	389	272	312	351	390	430	469	508	547	586

Source: EPB

Income statement									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net sales	1 243	1 598	1 865	1 464	1 917	2 530	2 843	3 220	3 511
Other operating income	0	0	0	0	49	0	0	0	0
Total revenues	1 243	1 598	1 865	1 464	1 966	2 530	2 843	3 220	3 511
Gross profits	1 243	1 598	1 865	1 464	1 966	2 530	2 843	3 220	3 511
Other operating costs	-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, adjusted	151	214	311	155	408	420	428	505	573
Depreciation	-9	-12	-66	-65	-71	-72	-78	-75	-75
EBITA, adjusted	142	202	245	90	337	349	350	430	498
Amortisation	-10	-18	-20	-26	-33	-46	-44	-45	-45
EBIT	132	183	226	65	305	303	306	385	453
EBIT, adjusted	132	183	226	65	255	303	306	385	453
Net financial items	-1	-4	-9	-14	-16	-14	-17	-22	-18
Profit/loss before tax	131	180	216	51	289	289	289	363	435
Profit/loss before tax, adjusted	131	180	216	51	239	289	289	363	435
Total taxes	-33	-54	-66	-16	-74	-91	-77	-113	-130
Net income	98	126	151	35	215	198	212	251	304
Net income, adjusted	98	126	151	35	165	198	212	251	304
Revenue growth	-	29%	17%	-22%	34%	29%	12%	13%	9%
Gross margin	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT margin, adjusted	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
EPS, adjusted	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,9	12,9	15,7
EPS growth, adjusted	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	7%	18%	21%

Source: BTS Group, EPB

Cash flow analysis									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	132	183	226	65	305	303	306	385	453
Other cash flow items	-33	-23	10	35	12	48	29	-15	-28
Changes in working capital	-1	-2	-18	143	-5	-152	-7	-87	-67
Cash flows from operating activities	98	158	217	242	312	199	328	284	357
Investments in fixed assets	-18	-19	-	-12	-12	-61	-50	-50	-50
Investments in intangible fixed assets	0	0	-	-8	-7	0	0	0	0
Other cash flow from investments	-63	-18	-38	-127	-163	-15	0	0	0
Cash flows from investment activities	-80	-37	-38	-148	-182	-76	-50	-50	-50
Free cash flows	18	121	180	95	130	123	278	234	307
Rights issues / buybacks	-	6	23	-	-	-	-	-	-
Changes in liabilities	101	-23	-	328	-79	-116	0	0	0
Dividends	-47	-53	-69	-69	-23	-93	-110	-135	-162
Other items	0	0	-86	-46	-58	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	55	-71	-132	213	-161	-209	-110	-135	-162
Cash flows	73	50	47	307	-30	-85	168	99	145
Net debt	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-745	-843	-989

Source: BTS Group, EPB

Balance sheet									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Assets									
Goodwill	421	455	536	549	830	909	865	820	774
Other intangible assets	87	72	82	75	115	121	121	121	121
Tangible fixed assets	34	39	220	185	180	186	158	133	108
Financial fixed assets	8	15	13	17	22	28	28	28	28
Total fixed assets	550	581	851	826	1 147	1 244	1 171	1 101	1 030
Trade receivables	335	512	514	409	557	723	796	902	983
Other current assets	141	172	187	134	194	215	215	215	215
Cash and cash equivalents and short-term investments	200	262	316	591	594	577	745	843	989
Total current assets	676	947	1 018	1 134	1 345	1 515	1 755	1 960	2 187
Total assets	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 926	3 061	3 217
EQUITY AND LIABILITIES									
Equity	581	704	840	710	983	1 213	1 315	1 430	1 572
Total equity	581	704	840	710	983	1 213	1 315	1 430	1 572
Other long-term liabilities	305	284	364	431	543	543	543	543	543
Total long-term liabilities	305	284	364	431	543	543	543	543	543
Other current liabilities	341	540	665	820	966	1 003	1 069	1 088	1 103
Total current liabilities	341	540	665	820	966	1 003	1 069	1 088	1 103
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	1 226	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 926	3 061	3 217

Source: BTS Group, EPB

Growth and margins									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	29%	17%	-22%	34%	29%	12%	13%	9%
EBITDA growth, adjusted	-	42%	45%	-50%	>100%	3%	2%	18%	13%
EBIT growth, adjusted	-	39%	23%	-71%	>100%	19%	1%	26%	18%
EPS growth, adjusted	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	7%	18%	21%
Gross margin	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA margin	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	15,7%	16,3%
EBITDA margin, adjusted	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	15,7%	16,3%
EBIT margin	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	15,9%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
EBIT margin, adjusted	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
Profit margin, adjusted	7,9%	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,8%	7,5%	7,8%	8,7%

Source: BTS Group, EPB

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

Source: BTS Group, EPB

Capital efficiency									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Trade receivables / total revenues	27%	32%	28%	28%	28%	29%	28%	28%	28%
Total current liabilities / total expenses	31%	39%	43%	63%	62%	48%	44%	40%	38%
Working capital / total revenues	11%	9%	2%	-19%	-11%	-3%	-2%	1%	3%
Capital turnover rate	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,3x	2,2x

Source: BTS Group, EPB

Financial position									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-745	-843	-989
Equity asset ratio	47%	46%	45%	36%	39%	44%	45%	47%	49%
Net debt/equity ratio	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,6x	-0,6x	-0,6x
Net debt / EBITDA	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,5x	-1,4x	-1,7x	-1,7x	-1,7x

Source: BTS Group, EPB

Share data									
	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, adjusted	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,9	12,9	15,7
FCF per share	0,95	6,36	9,29	4,90	6,72	6,37	14,4	12,1	15,9
Dividend per share	2,80	3,60	3,60	1,20	4,80	5,70	6,97	8,36	9,10
Number of shares after dilution, average	18,9	19,0	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4

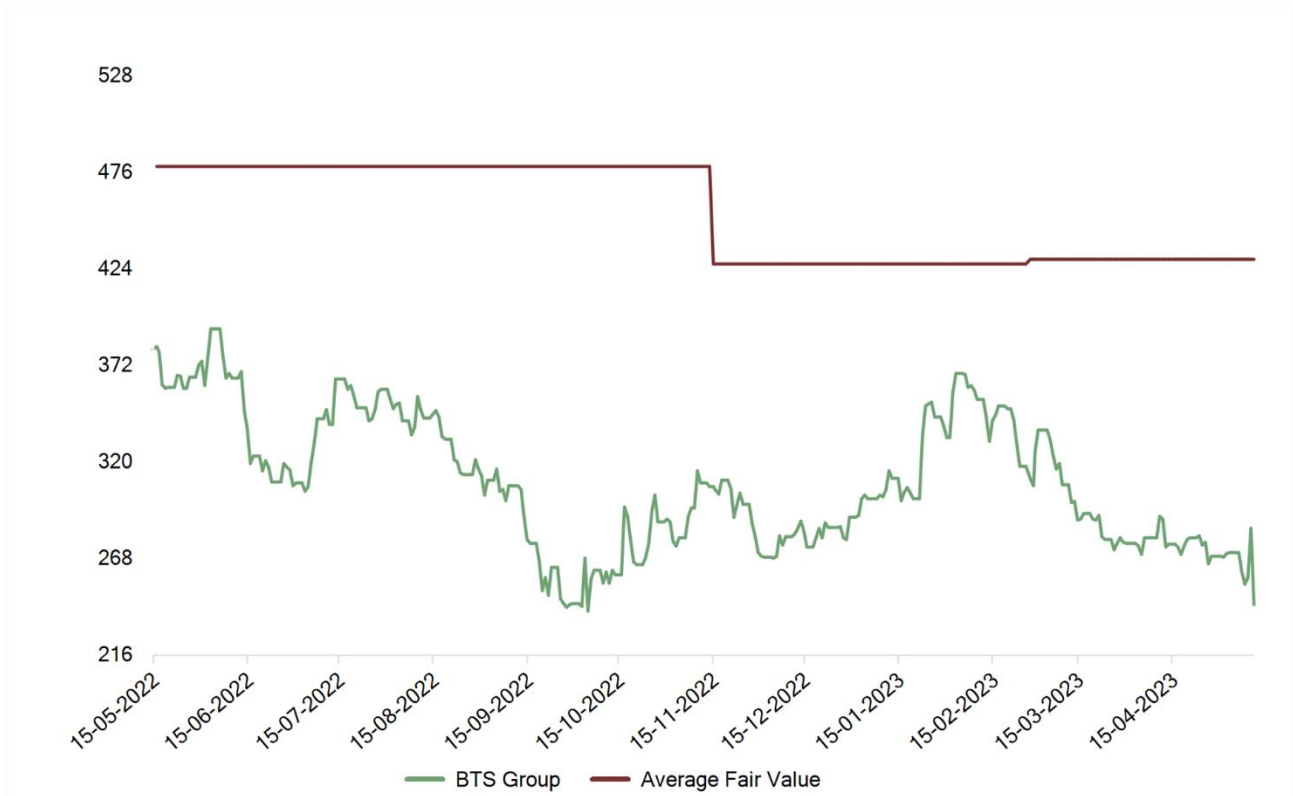
Source: BTS Group, EPB

Valuation									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, adjusted	18,0x	19,1x	30,5x	119,0x	47,2x	28,5x	21,6x	18,3x	15,1x
Price/book value	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%
Dividend yield	3,0%	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	2,0%	2,9%	3,5%	3,8%
Payout ratio, adjusted	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, adjusted	10,4x	10,1x	13,8x	23,2x	17,7x	12,0x	10,2x	8,6x	7,6x
EV/EBIT, adjusted	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
Share price	93,5	127	238	217	403	291	237	237	237

Source: BTS Group, EPB

Share price and average fair value

BTS Group (BTSB SS EQUITY)



Source: 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