This report was completed and disseminated 21 augusti 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 21 augusti 2023

BTS Group

Avvaktande tillväxt men stark lönsamhet

Svag tillväxt i kvartalet

Omsättningen i kvartalet uppgick till 703 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 6%. Rensat för FX var omsättningen oförändrad. Vi har på helåret räknat med tillväxt om 12%. Orsaken till den svaga organiska tillväxten är att den oro som tidigare observerats på den amerikanska marknaden bland främst teknikbolag har spridit sig till Europa och vissa övriga marknader. EBITA i kvartalet uppgick till 106 mkr, vilket motsvarar en marginal om 15,1%. På helåret hade vi räknat med en EBITA om 350 mkr, vilket motsvarar en marginal om 12,3%. Den starka marginalen i kvartalet är ett bevis på att de initiativ BTS tagit för att öka lönsamheten i bolaget har burit frukt. Baserat på den osäkra utvecklingen i kvartalet sänker bolaget guidningen till att 2023 kommer avslutas i linje med 2022. Tidigare guidning var att 2023 skulle bli ett bättre år än 2022.

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.

Lönsamheten i kvartalet visar på BTS styrka

Baserat på det osäkra ekonomiska läget sänker vi våra intäktsestimat för BTS med i snitt 3,9% under prognosperioden. Den uppdaterade guidningen gör att vi sänker våra EPS-estimat med 6% på innevarande år. Vi bedömer dock att tillväxten kommer tillbaka under 2024-25, vilket gör att vi endast sänker våra intäktsestimat med 3,7% under perioden 2024-2025. För samma period sänker vi EPS-estimaten med i snitt 4,1%. Vi har tidigare lyft den låga volatiliteten i BTS EBITA-marginal som en av bolagets styrkor, vilket bekräftas i rapporten. Vi lämnar vårt motiverade värde oförändrat.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-4,5%	-4,1%	-3,2%
EBITDA, just.	-4,1%	-2,3%	-3,7%
EPS, just.	-6,0%	-3,2%	-4,9%

Kommande händelser

Q3 - rapport	10 november 2023
Q4 - rapport	14 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	19m
Börsvärde	5 173
Nettoskuld	-113
EV	5 060
Free float	81%
Daglig handelsvolym, snitt	6k
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

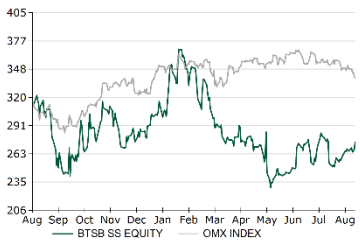
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	2 530	2 715	3 089	3 398
Tillväxt	29%	7%	14%	10%
EBITDA, just.	420	411	494	552
EBIT, just.	303	288	374	432
EPS, just.	10,2	10,3	12,5	14,9
EPS-tillväxt, just.	20%	1%	22%	19%
Utdelning per aktie	5,4	5,5	6,5	7,8
EBIT-marginal	12,0%	10,6%	12,1%	12,7%
ROE, just.	18,0%	15,8%	17,6%	19,0%
ROCE, just.	27,6%	22,9%	27,2%	28,3%
EV/Sales	2,0x	1,9x	1,6x	1,5x
EV/EBITDA	12,0x	12,3x	10,3x	9,2x
EV/EBIT	16,7x	17,5x	13,5x	11,7x
P/E, just.	28,5x	26,0x	21,3x	17,9x
Direktavkastning	1,9%	2,1%	2,4%	2,9%
FCF yield	2%	2%	8%	6%
Nettoskuld/EBITDA	-1,4x	-1,4x	-1,8x	-1,9x

Värde och risk

Motiverat värde	370 - 380 SEK
Aktiekurs	275 SEK
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

BTS är marknadsledande inom simulering och implementering av företagsstrategier. Bolaget har sedan börsnoteringen 2001 ökat omsättningen valutajusterat med ca 13% per år och EBITA med 16% per år. Detta är betydligt högre än marknaden för management consulting som har växt 6-8% under samma period. Vi bedömer att detta går att förklara med främst tre aspekter 1) Genom åren har man byggt upp en imponerande lojal kundbas där ca 80% av intäkterna i dagsläget kommer från tidigare kunder. Detta har lett till att bolaget har lyckats växa och bibehålla lönsamhet under turbulenta ekonomiska tider, vilket särskiljer bolaget från andra konsultbolag på börsen. 2) Man har lyckats komplettera verksamheten med förvärv 3) Historiskt har man visat mycket hög personalnöjdhet – en följd av en entreprenöriell, resultatinriktad och stark kultur som leder till engagemang – en nyckel för att bibehålla en hög tillväxt.

Bolagsprofil

BTS är en konsult inom strategiimplementering som sedan bolaget börsnoterades 2001 haft en imponerande utveckling av både omsättning och vinst. Bolagets huvudsakliga produkt är utbildningsprogram (63% av omsättningen 2022). I dessa program simuleras strategi och beslutsfattande för stora delar av organisationen. Ett exempel är ett program med en kund inom mjukvaruindustrin som genomfördes under Q4'22, där 30 000 säljare deltog i ett simuleringsprogram. Under pandemin lyckades bolaget ställa om sin leverans från vara fokuserad på fysisk leverans till att leverera sina tjänster virtuellt och digitalt, vilket visar på en stark kultur och att bolaget har möjlighet att ställa om. Utöver att ha levererarat en hög organisk tillväxt har BTS visat prov på att genomföra förändring.

BTS har under de senaste tio åren haft en ROE på i snitt 17%, vilket är bland de högsta av de konsultbolag på Stockholmsbörsen som vi har tittat på. Utöver att ha en av de högsta avkastningarna på eget kapital bland de bolag vi har med i vårt urval har man den lägsta volatiliteten i ROE, vilket vi bedömer motiverar en premie mot andra svenska konsultbolag. Vi bedömer att den låga volatiliteten i avkastning på eget kapital går att härröra till att bolagets tjänster efterfrågas i de flesta ekonomiska klimat samt att bolaget förlitar sig på återkommande kunder som i kristider investerar i simuleringar och strategiimplementation för att utveckla nya strategier.

BTS är ett globalt bolag med ca 1 200 anställda. Bolagets främsta marknad är Nordamerika som stod för ca 50% av omsättningen under 2022. Europa stod för 18% av omsättningen. Övriga marknader stod för 26% av omsättningen. Den globala närvaron är en följd av de mindre förvärv som BTS genomfört under åren för sin börsnotering. Vi bedömer att bolagets geografiska spridning också bidrar till den låga volatiliteten i omsättning och vinst.

Värdering

Givet de stabila kassaflödena i BTS har vi valt att använda oss av en DCF-värdering för att värdera aktien. Vår DCF ger ett värde om 370-380 kr där vi i dagsläget ser ett starkt stöd i kursen, givet en växande utdelning. Vi bedömer att den främsta kurstriggern framöver är nya, mindre förvärv som stärker den organiska tillväxten.

Kvartalet i detalj

BTS Nordamerika: Omsättningen i kvartalet uppgick till 340 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 1%. I tech-sektorn ser vi en fortsatt osäkerhet, men detta vägs upp av god efterfrågan från bland annat finansiella tjänster, energi och biotech/läkemedel. EBITA i kvartalet uppgick till 49,4 mkr, vilket motsvarade en marginal om 14,5%. Vi ser således att de initiativ som tagits för att stärka lönsamheten har burit frukt.

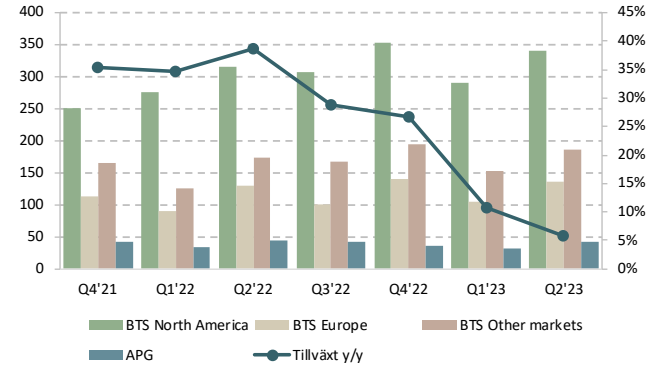
BTS Europa: Omsättningen i kvartalet uppgick till 135 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -2%. EBITA i kvartalet uppgick till 25,4 mkr, vilket motsvarar en marginal om 18,8%. Vi bedömer att marginalen kommer att stärkas under H2 och främst Q4 givet de effektivitetsinitiativ som tagits under året.

BTS Other Markets: Omsättningen i kvartalet uppgick till 186 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 4%. Tillväxten drivs av en stark tillväxt i Mellanöstern, Sydafrika och Sydostasien. EBITA uppgick i kvartalet till 28,6 mkr, vilket motsvarar en marginal om 15,4%. Bolaget ser en positiv inverkan på marginalen givet ökat fokus på operativ effektivisering och gemensamt nyttjande av kompetens. Vi bedömer att dessa initiativ kommer fortsätta stärka marginalen framöver.

APG: Omsättningen i kvartalet uppgick till 42 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -13%. EBITA uppgick till 1,1 mkr, vilket motsvarar en marginal om 2,5%.

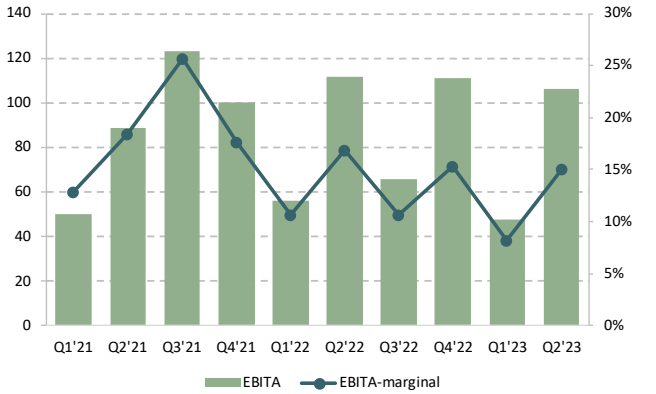
Trots den svaga utvecklingen för omsättningen i kvartalet tycker vi siffrorna bekräftar styrkan i BTS. Vi bedömer att man kommer att kunna komma ut ur den tillfälliga nedgång i efterfrågan man nu ser med en högre lönsamhet än tidigare, givet de initiativ bolaget nu tar, vilket gör att vi bedömer att en marginalexpansion är att vänta.

Osäkerheten i Nordamerika har spridit sig till Europa…



Källa: Bolaget

…men initiativ bibehåller marginalen

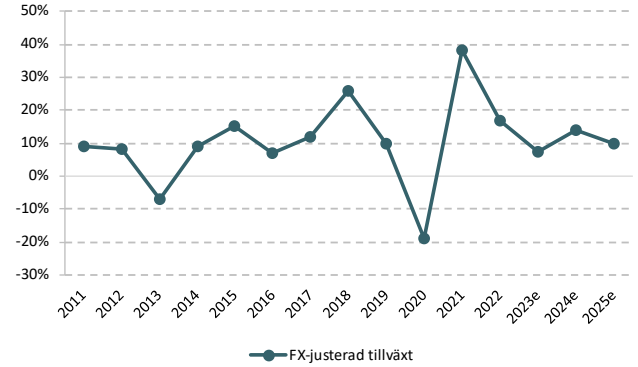


Källa: Bolaget

Estimatförändringar

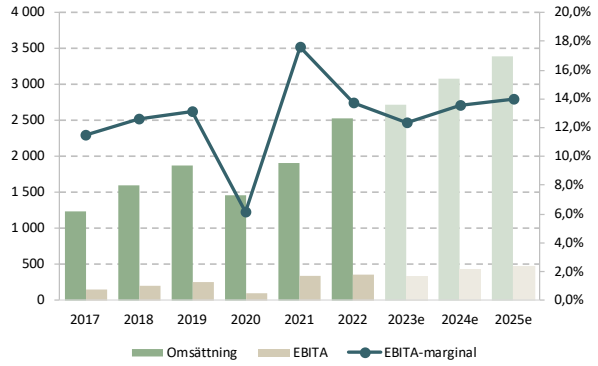
Givet den sänkta guidningen för helåret sänker vi våra intäktsestimat med 4,5% på innevarande år och EPS med 6%. Givet att BTS fortsätter att vinna kunder och ta marknadsandelar gör vi endast marginella förändringar i våra intäktsestimat under perioden 2024-25 och sänker dessa med i snitt 3,7%. Vi bedömer att de initiativ som tagits under året kommer bidra till en långsiktigt stärkt lönsamhet, vilket gör att vi endast justerar våra EPS-estimat med -4,1%.

Vi bedömer att bolaget kommer se en återhämtning i tillväxt kommande år



Källa: EPB

…samtidigt som de initiativ som tagits under året stärker marginalen mot de finansiella målen.



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 370-380 kr. Vi noterar att aktien nu handlas till en rabatt mot det historiska snittet på EV/EBITDA NTM om ca 12% mot sitt femårssnitt.

DCF-värdering

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 275
Nuvärdet av terminalvärde	3 782
Företagsvärde (EV)	**7 058**
Nettoskuld, senast rapporterad	-224
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	7 282
Antal utstående aktier, full utspädning	19
Eget kapital per aktie	**376**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Småbolagspremium	0,0%
Extra riskpremium	0,5%
WACC	**8,5%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Capex, % av omsättning	5,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	3,5%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	53,6%

Känslighetsanalys

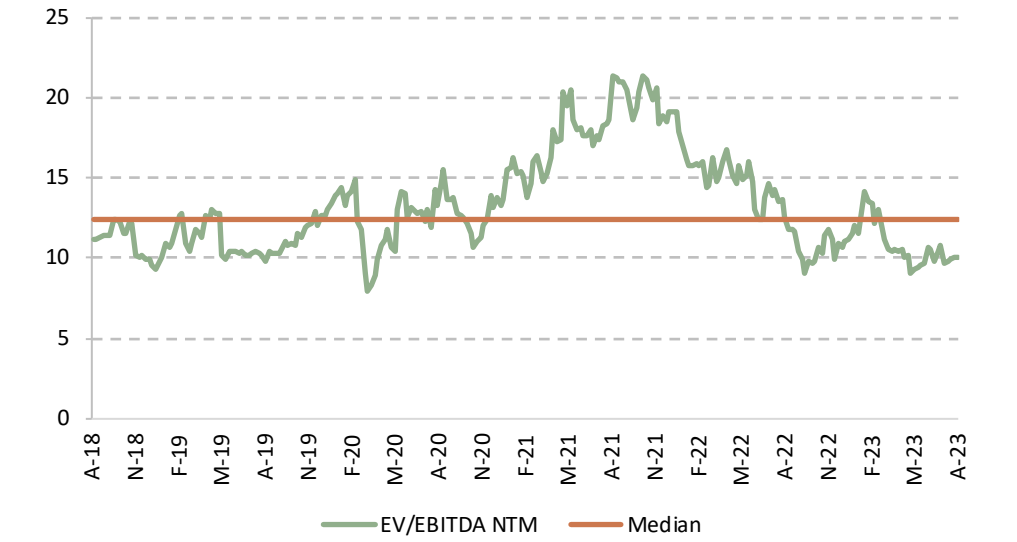
Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	7,5%	395	418	445	478	517
	8,0%	366	385	408	434	465
WACC	8,5%	341	357	376	398	423
	9,0%	319	333	349	367	388
	9,5%	300	312	325	340	358

		Långsiktig EBIT-marginal				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
	7,5%	327	386	445	504	563
	8,0%	303	355	408	460	513
WACC	8,5%	282	329	376	423	470
	9,0%	264	306	349	391	433
	9,5%	249	287	325	363	401

Källa:EPB

Handlas nu med rabatt mot historik



Källa:

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**1 243**	**1 598**	**1 865**	**1 464**	**1 917**	**2 530**	**2 715**	**3 089**	**3 398**
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**	**2 715**	**3 089**	**3 398**
Bruttoresultat	**1 243**	**1 598**	**1 865**	**1 464**	**1 966**	**2 530**	**2 715**	**3 089**	**3 398**
Övriga rörelsekostnader	-1 092	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 305	-2 596	-2 847
EBITDA	**151**	**214**	**311**	**155**	**408**	**420**	**411**	**494**	**552**
EBITDA, justerad	**151**	**214**	**311**	**155**	**408**	**420**	**411**	**494**	**552**
Avskrivningar	-9	-12	-66	-65	-71	-72	-75	-75	-75
EBITA, justerad	**142**	**202**	**245**	**90**	**337**	**349**	**336**	**419**	**477**
Amortering	-10	-18	-20	-26	-33	-46	-47	-45	-45
EBIT	**132**	**183**	**226**	**65**	**305**	**303**	**288**	**374**	**432**
EBIT, justerad	**132**	**183**	**226**	**65**	**255**	**303**	**288**	**374**	**432**
Finansnetto	-1	-4	-9	-14	-16	-14	-17	-22	-18
Resultat före skatt	**131**	**180**	**216**	**51**	**289**	**289**	**272**	**352**	**414**
Resultat före skatt, justerad	**131**	**180**	**216**	**51**	**239**	**289**	**272**	**352**	**414**
Total skatt	-33	-54	-66	-16	-74	-91	-72	-109	-124
Nettoresultat	**98**	**126**	**151**	**35**	**215**	**198**	**199**	**243**	**289**
Nettoresultat, justerad	**98**	**126**	**151**	**35**	**165**	**198**	**199**	**243**	**289**
Intäktstillväxt	*-*	*29%*	*17%*	*-22%*	*34%*	*29%*	*7%*	*14%*	*10%*
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%*	*10,6%*	*12,1%*	*12,7%*
EPS, justerad	*5,20*	*6,63*	*7,80*	*1,82*	*8,53*	*10,2*	*10,3*	*12,5*	*14,9*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*28%*	*18%*	*-77%*	*>100%*	*20%*	*1%*	*22%*	*19%*

Källa: BTS Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	132	183	226	65	305	303	288	374	432
Övriga kassaflödesposter	-33	-23	10	35	12	48	33	-11	-22
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-18	143	-5	-152	-167	104	-71
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**98**	**158**	**217**	**242**	**312**	**199**	**154**	**467**	**338**
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**	**104**	**417**	**288**
Nyemission / återköp	-	6	23	-	-	-	-	-	-
Förändring av skulder	101	-23	-	328	-79	-116	0	0	0
Utdelningar	-47	-53	-69	-69	-23	-93	-105	-107	-126
Övriga poster	0	0	-86	-46	-58	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**55**	**-71**	**-132**	**213**	**-161**	**-209**	**-105**	**-107**	**-126**
Kassaflöde	**73**	**50**	**47**	**307**	**-30**	**-85**	**0**	**310**	**162**
Nettoskuld	**-200**	**-262**	**-316**	**-591**	**-594**	**-577**	**-577**	**-887**	**-1 050**

Källa: BTS Group, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	421	455	536	549	830	909	862	817	771
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	115	121	121	121	121
Materiella anläggningstillgångar	34	39	220	185	180	186	161	136	111
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	950	865	952
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	194	215	215	215	215
Likvida medel och kortfristiga placeringar	200	262	316	591	594	577	577	887	1 050
Summa omsättningstillgångar	**676**	**947**	**1 018**	**1 134**	**1 345**	**1 515**	**1 742**	**1 967**	**2 216**
SUMMA TILLGÅNGAR	**1 226**	**1 528**	**1 869**	**1 960**	**2 492**	**2 758**	**2 913**	**3 068**	**3 247**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 308	1 444	1 607
Summa eget kapital	**581**	**704**	**840**	**710**	**983**	**1 213**	**1 308**	**1 444**	**1 607**
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	1 063	1 081	1 097
Summa kortfristiga skulder	**341**	**540**	**665**	**820**	**966**	**1 003**	**1 063**	**1 081**	**1 097**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**1 226**	**1 528**	**1 869**	**1 960**	**2 492**	**2 758**	**2 913**	**3 068**	**3 247**

Källa: BTS Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	7%	14%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	42%	45%	-50%	>100%	3%	-2%	20%	12%
EBIT-tillväxt, justerad	-	39%	23%	-71%	>100%	19%	-5%	30%	16%
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	1%	22%	19%
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%	16,0%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	16,0%	16,2%
EBIT-marginal	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	15,9%	12,0%	10,6%	12,1%	12,7%
EBIT-marginal, justerad	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,6%	12,1%	12,7%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,8%	7,3%	7,9%	8,5%

Källa: BTS Group, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	20%	20%	5%	20%	18%	16%	18%	19%
ROCE, justerad	Neg.	29%	29%	8%	30%	28%	23%	27%	28%
ROIC, justerad	Neg.	45%	47%	20%	>100%	59%	42%	58%	77%

Källa: BTS Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	27%	32%	28%	28%	28%	29%	35%	28%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	39%	43%	63%	62%	48%	46%	42%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	9%	2%	-19%	-11%	-3%	4%	0%	2%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	2,1x	2,1x	2,1x	2,1x

Källa: BTS Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-577	-887	-1 050
Soliditet	47%	46%	45%	36%	39%	44%	45%	47%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,4x	-0,6x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,5x	-1,4x	-1,4x	-1,8x	-1,9x

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	10,3	12,5	14,9
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,3	12,5	14,9
FCF per aktie	0,95	6,36	9,29	4,90	6,72	6,37	5,38	21,5	14,9
Utdelning per aktie	2,80	3,60	3,60	1,20	4,80	5,40	5,50	6,50	7,80
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	26,0x	21,3x	17,9x
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	49,6x	12,4x	17,9x
FCF-yield	1%	5%	4%	2%	2%	2%	2%	8%	6%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	1,9%	2,1%	2,4%	2,9%
Utdelningsandel, justerad	53,8%	54,3%	46,2%	65,8%	56,3%	52,9%	53,5%	51,9%	52,2%
EV/Sales	1,3x	1,3x	2,3x	2,5x	3,7x	2,0x	1,9x	1,6x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	10,4x	10,1x	13,8x	23,2x	17,7x	12,0x	12,3x	10,3x	9,2x
EV/EBIT, justerad	11,8x	11,7x	19,0x	55,7x	28,3x	16,7x	17,5x	13,5x	11,7x
EV	1 566	2 153	4 281	3 600	7 213	5 061	5 060	5 060	5 060
Aktiekurs	93,5	127	238	217	403	291	267	267	267

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 (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.
Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk
Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se