



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 19 August 2020

## BTS Group

### Bibehåller kostnadsbas för att leda återhämtningen

#### Under marknadens förväntningar...

Omsättningen i Q2'20 uppgick till 322 mkr, långt under våra estimat om 439 mkr, rensat för valutaeffekter motsvarade det en tillväxt om -20%. EBIT uppgick till 5,8 mkr, en minskning med ca 92% y/y och väsentligt lägre än väntat. Anledningen till det kraftiga tappet i EBIT relaterar (förutom omsättningsminskningen) till att bolaget bibehåller personalstyrkan för att kunna vara på offensiven under H2'20 och 2021.

#### ...leder till estimat justeringar...

Vi justerar ned våra omsättningsestimater för 2020 med ca 11% och våra EBIT estimat med 85 mkr för 2020. Detta trots att bolaget vunnit digital leverans till ett värde av USD 70m sedan 1 mars och ser en återhämtning under Q3. För 21 sänker vi försäljningsestimaten med 13% och 22 14%. Minskningen av EBIT kommande år förklaras med intäktsbortfallet och att BTS bibehåller personalstyrkan.

#### ...men intakt långsiktigt case

Vi sänker vårt motiverade värde till 260 - 270 kr från 275 kr. Vårt motiverade värde motsvarar en implicit WACC om 8,5%. BTS handlas i dagsläget på en implicit WACC om ~10%. Bolaget har i dagsläget en stark kassa som vi vid förvärv kan addera ~175 mkr i försäljning. Vi bedömer att förvärv kommer att ske under sent 2020. För att reflektera det lägre motiverade värdet sänker vi potentialen till medelhög.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	260.00 - 270.00	
EPS, just 20e	3.37	7.11	-52.6%	Sales,m	1,865	1,698	1,868	2,111	Current price	217.50
EPS, just 21e	7.74	9.61	-19.4%	Sales Growth	16.7%	(9.0)%	10.0%	13.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	9.54	11.86	-19.5%	EBITDA, m	311	195	318	369	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	225.7	103.8	225.0	275.0		
				EPS, adj	7.79	3.37	7.74	9.54		
				EPS Growth	16.7%	(56.7)%	129.4%	23.3%		
				Equity/Share	43.5	46.8	52.9	58.5		
				Dividend	0.00	1.73	3.88	4.78		
				EBIT Marginal	12.1%	6.1%	12.0%	13.0%		
				ROE (%)	17.9%	7.2%	14.6%	16.3%		
				ROCE	18.7%	8.2%	16.2%	18.4%		
				EV/Sales	2.09x	2.30x	2.09x	1.85x		
				EV/EBITDA	12.6x	20.1x	12.3x	10.6x		
				EV/EBIT	17.3x	37.6x	17.4x	14.2x		
				P/E, adj	27.9x	64.5x	28.1x	22.8x		
				P/Equity	5.0x	4.6x	4.1x	3.7x		
				Dividend yield	0.0%	0.8%	1.8%	2.2%		
				FCF yield	3.2%	3.4%	2.7%	3.0%		
				Net Debt/EBITDA	(0.7)g	(1.8)g	(1.3)g	(1.2)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3'20 rapport	den 11 november 2020		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	19.3m	rikard.engberg@penser.se	
Market cap	4,202	Analysavdelningen	
Nettoskuld	(294)		
EV	3,908		
Free Float	31.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)		
Reuters/Bloomberg	BTSb.ST/BTSB SS		



# Sammanfattning

## Bibehåller kostnadsbas för att leda återhämtningen

### Investment Case

---

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

### Bolags profil

---

#### **BTS är näringslivets flygsimulator**

BTS strategi omfattar interaktivt lärande och används för att träna chefer och hela organisationer på ett så konkret och personligt sätt som möjligt. BTS har en bred spännvidd på bolagets simuleringar och genom åren har bolaget byggt upp ett stort know-how inom flera branscher och marknader. BTS kan simulera alltifrån en lågkonjunktur till vad som skulle hända om företaget skulle tappa en av sina viktigaste kunder. Kunderna kan med hjälp av BTS metod bland annat lära sig hur företaget ska parera och agera vid olika typer av situationer.

#### **Tillväxt med stabila marginaler**

Bolaget har som mål att uppnå 20% årlig tillväxt med 15% EBITA-marginal. Dessa mål skall uppnås genom att växa både organiskt och via förvärv. De senaste 10 åren har bolaget generat i genomsnitt 10% i årlig valutajusterad omsättnings och EBITA-tillväxt, där den organiska tillväxten har stått för merparten. Trots den starka tillväxten har bolaget lyckats hålla en stabil marginal över åren. EBIT-marginalen är förankrad över 10%, vilket vi också räknar med framåt. Vi bedömer att tillväxten, i kombination med att bolaget trimmar och effektiviserar, kommer att kompensera för rådande prispress. Kortsiktigt skulle BTS leverera en högre lönsamhet då bolaget historiskt har investerat drygt 3-4% av omsättningen i digitalisering. Dock investerar bolaget för långsiktig tillväxt, vilket vi bedömer som rätt strategi. Utöver stabil tillväxt och lönsamhet så har bolaget även levererat en god utdelningstillväxt över tid.

#### **Ett bolag, fyra intäktslag**

Bolaget har fyra intäktsområden; program, kundanpassningar, licenser och övriga intäkter. Program står för majoriteten av intäkterna på ca 52%. Detta är dock ingen risk enligt vår bedömning då detta är deras signum på marknaden. Samtidigt är detta deras dyraste tjänst varför det är rimligt att den står för majoriteten av intäkterna. Intäktssmodellen 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 13% av försäljningen. Här ser vi att förvar kommer höja andelen och marginalen Resterande intäktsslagen kundanpassningar och övriga intäkter står för 38% respektive 2% av nettoomsättningen.

### Värdering

---

Givet den finansiella stabiliteten som råder i bolaget tillsammans med att bolaget över har tid levererat två-siffrig tillväxt och marginal så bedömer vi att aktien har mer att ge och är fortsatt långsiktigt värd att äga. Vår DCF indikerar ett värde i spannet om 260-270 kr och på dessa nivåer handlar man i paritet med andra kvalitetsbolag inom konsultverksamhet. Vi är konservativa i våra prognoser för 2021 då vi vill se en tydlig indikation på att efterfrågan vänder. Vi utesluter inte en uppdämd efterfrågan men vill se konkreta tecken på detta innan vi justerar estimaten. I detta scenario ser vi en tydlig uppsida för den organiska tillväxten och ett motiverat värde närmare 300 kr.

### Motiverat värde

---



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 19 August 2020

# Sammanfattning

---

## Bibehåller kostnadsbas för att leda återhämtningen

Vårt motiverade värde om 260-270 kr i kombination med att vi ser tydliga kurstriggers i form av förvärv gör att vi ser en medelhög potential i aktien till en låg risk.

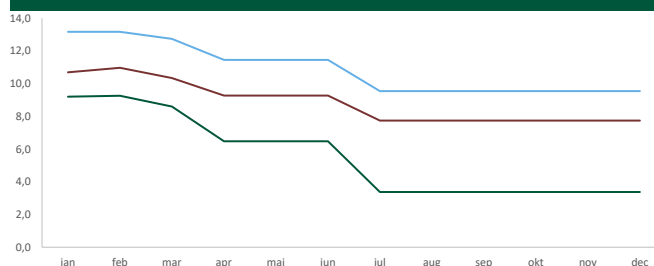
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Henrik Ekelund	20,7%	42,0%
Stefan af Petersens	12,1%	9,9%
Nordea Fonder	11,7%	8,4%
Swedbank Robur Fonder	9,7%	6,9%
Övriga	45,8%	32,8%

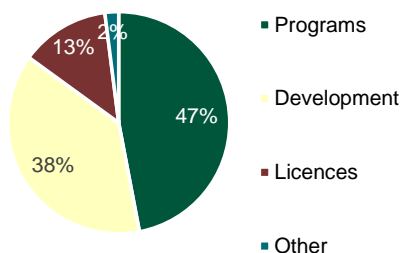
  

Ordförande	Reinhold Geijer
Verkställande direktör	Henrik Ekelund
Finansdirektör	Stefan Brown
Investerarkontakt	Michael Wallin
Hemsida	<a href="https://www.bts.com/">https://www.bts.com/</a>

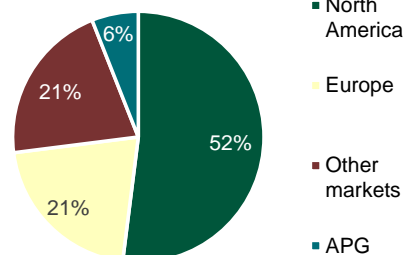
## EPS-trend



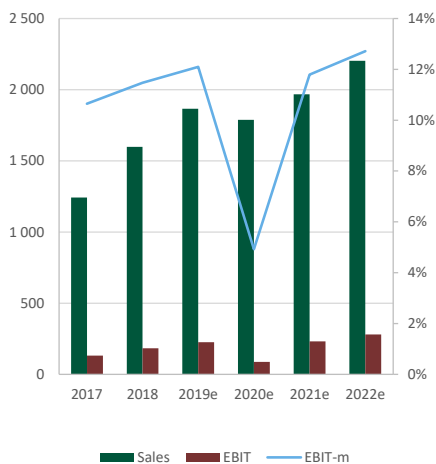
## Operativa segment



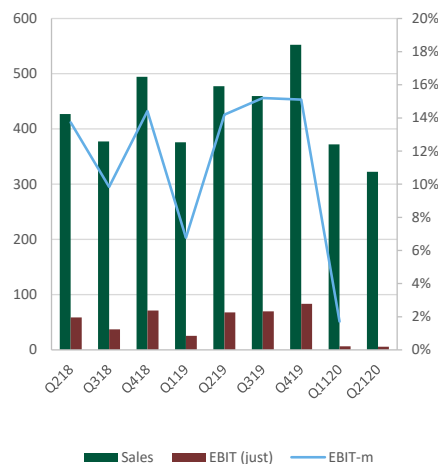
## Geografiska segment



## Sales and EBIT



## Sales and EBIT (Quarterly)



## Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning				103,4	1107,6	1242,6	1598,4	1865,5	1788,1	1966,9	2203,0
Personalkostnader				-30,1	-36,6	-54,3	-89,9	-122,6	-143,4	-148,2	-153,2
Övriga kostnader				-16,3	-21,4	-40,7	-46,6	-63,1	-75,0	-76,9	-80,7
Extraordinära kostnader											
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>				<b>8,3</b>	<b>13,9</b>	<b>17,0</b>	<b>48,2</b>	<b>52,2</b>	<b>60,5</b>	<b>100,7</b>	<b>117,8</b>
Avskrivningar				-3,6	-5,3	-11,1	-18,6	-48,8	-36,3	-36,3	-36,3
Goodwillnedskrivningar											
<b>Resultat (EBIT)</b>				<b>4,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>29,6</b>	<b>3,4</b>	<b>24,2</b>	<b>64,4</b>	<b>81,5</b>
Extraordinära Poster				0,0	0,0	0,0	0,0	-22,5	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>				<b>4,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>29,6</b>	<b>25,9</b>	<b>24,2</b>	<b>64,4</b>	<b>81,5</b>
Finansiella intäkter				0,1	1,1	1,9	14,7	29,0	2,9	4,0	4,0
Finansiella kostnader				-2,3	-2,9	-6,1	-10,7	-15,8	-17,7	-13,4	-13,4
<b>Resultat före skatt</b>				<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>1,7</b>	<b>33,5</b>	<b>39,2</b>	<b>9,5</b>	<b>55,0</b>	<b>72,1</b>
Skatter				0,6	2,9	-3,6	-8,0	-1,6	-2,0	-11,3	-14,8
Minoritetsintressen				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoreultat Rapporterat</b>				<b>3,0</b>	<b>9,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>25,6</b>	<b>37,5</b>	<b>7,5</b>	<b>43,7</b>	<b>57,2</b>
<b>Nettoreultat (just)</b>				<b>3,0</b>	<b>9,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>25,6</b>	<b>37,5</b>	<b>7,5</b>	<b>43,7</b>	<b>57,2</b>

## Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat				3,0	9,7	-1,9	25,6	37,5	7,5	43,7	57,2
Icke kassaflödespåverkande poster				1,9	0,6	12,0	13,6	-0,9	36,3	36,3	36,3
Förändringar i rörelsekapital				-2,1	11,1	0,3	-13,1	-23,7	-16,5	-20,7	-10,8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>2,8</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>12,9</b>	<b>27,3</b>	<b>59,3</b>	<b>82,8</b>
Investeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,8	-20,0	-20,0	-20,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>2,8</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>39,3</b>	<b>62,8</b>
Utdelningar	0	-1	-5	-5	-5	-5	-5	-3	0	-7	-14
Nyemission/återköp	0	59	76	72	72	72	72	-27	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	25,1	22,0	64,1	-21,7	149,1	-38,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>28</b>	<b>101,5</b>	<b>145</b>	<b>71</b>	<b>111,5</b>	<b>-30,8</b>	<b>32,1</b>	<b>48,4</b>			
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>57,5</b>	<b>89,8</b>	<b>265,4</b>	<b>73,4</b>	<b>179,5</b>	<b>210,3</b>	<b>178,2</b>	<b>129,8</b>			

## Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>											
Goodwill				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	31,4	135,0	349,6	411,6	474,3	458,0	441,7	425,4			
Materiella anläggningstillgångar	1,2	6,3	7,7	7,5	28,9	28,9	28,9	28,9			
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Övriga anläggningstillgångar	2,2	6,5	5,6	4,9	3,5	3,5	3,5	3,5			
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>34,9</b>	<b>147,8</b>	<b>362,9</b>	<b>424,0</b>	<b>506,7</b>	<b>490,4</b>	<b>474,1</b>	<b>457,8</b>			
Varulager	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0,0			
Kundfordringar	36,7	48,2	58,7	111,5	128,8	150,3	177,3	191,4			
Övriga omsättningstillgångar	5,7	8,8	12,6	13,7	9,8	11,4	13,5	14,5			
Likvida medel	12,5	29,7	58,8	83,4	128,1	97,3	129,4	177,8			
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>55,0</b>	<b>86,7</b>	<b>130,1</b>	<b>208,6</b>	<b>266,6</b>	<b>259,0</b>	<b>320,2</b>	<b>383,8</b>			
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>89,8</b>	<b>234,5</b>	<b>493,0</b>	<b>632,5</b>	<b>773,3</b>	<b>749,4</b>	<b>794,3</b>	<b>841,5</b>			
<b>Eget Kapital och skulder</b>											
Eget Kapital	19	88	169	271	269	276	313	356			
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0			
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>19,3</b>	<b>88,1</b>	<b>168,5</b>	<b>271,5</b>	<b>268,8</b>	<b>276,2</b>	<b>312,7</b>	<b>355,6</b>			
Långfristiga finansiella skulder	23,0	37,2	164,4	115,8	294,5	294,5	294,5	294,5			
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Övriga långfristiga skulder	0,4	26,9	0,3	67,1	33,3	33,3	33,3	33,3			
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>23,4</b>	<b>64,0</b>	<b>164,7</b>	<b>183,0</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>			
Kortfristiga finansiella skulder	47,1	82,3	159,7	41,0	13,1	13,1	13,1	13,1			
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	37,2	40,2	46,8	55,3	59,6			
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	99,9	123,5	85,4	85,4	85,4			
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>47,1</b>	<b>82,3</b>	<b>159,7</b>	<b>178,1</b>	<b>176,8</b>	<b>145,4</b>	<b>153,8</b>	<b>158,2</b>			
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>89,8</b>	<b>234,5</b>	<b>492,9</b>	<b>632,5</b>	<b>773,3</b>	<b>749,4</b>	<b>794,3</b>	<b>841,5</b>			

## Finansiella nyckeltal

### Aktiedata

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad				0,25	0,31	-0,12	1,06	0,56	0,26	1,52	1,99
EPS Justerad				0,25	0,31	-0,12	0,63	1,40	0,73	1,52	1,99
FCF/aktie				-1,47	-7,35	0,45	-2,15	-2,82	0,25	1,37	2,18
Utdelning/aktie				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,50
EK/Aktie				1,58	6,66	8,76	11,24	9,35	9,61	10,88	12,37
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)				12,23	13,23	19,23	24,14	28,75	28,75	28,75	28,75

### Värdering

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat				828,4	655,7	nmf	324,0	146,3	281,8	134,9	103,0
P/EK				129,7	30,8	23,4	18,2	21,9	21,3	18,8	16,6
P/FCF				-139,3	-27,9	454,3	-95,2	-72,6	811,0	150,0	93,9
Direktavkastning				0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerat				0%	0%	0%	0%	0%	96%	33%	25%
EV/Sales				2,5	0,3	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA				31,3	22,4	34,4	9,9	12,6	11,4	6,5	5,2
EV/EBIT				55,3	36,1	99,0	16,1	25,4	28,4	10,2	7,5
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut				#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!

### Tillväxt och marginaler

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Omsättningsstillväxt					971%	12%	29%	17%	-4%	10%	12%
EBIT, tillväxt					82%	-31%	399%	-12%	-7%	166%	26%
EPS just, tillväxt					26%	-140%	-609%	121%	-48%	109%	31%
EBITDA marginal				8%	1%	1%	3%	3%	3%	5%	5%
EBIT marginal				5%	1%	0%	2%	0%	1%	3%	4%
Skattesats				-25%	-42%	214%	24%	4%	21%	21%	21%

### Lönsamhet

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ROE					4%	-1%	9%	6%	3%	14%	16%
ROCE						2%	6%	1%	5%	13%	15%

## Kvartalsvis data

### Resultaträkning

	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Nettoomsättning	331,6	268,8	368,2	299,4	427,2	377,4	494,4	375,8	477,4	459,7	552,5	372,2	322,3
Rörelsekostnader	-284,8	-234,9	-317,0	-276,2	-360,3	-333,6	-414,4	-331,4	-390,4	-387,9	-444,6	-343,7	-293,5
Rörelseresultat (EBITDA)	44,2	31,6	48,8	18,5	62,0	39,4	75,9	40,1	82,5	66,4	102,5	22,8	22,6
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-1,7	-1,6	-3,5	-2,8	-2,6	-2,3	-4,6	-14,7	-14,8	-17,4	-19,0	-16,4	-16,8
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-2,6	-2,3	-2,4	-4,7	-4,9	-4,4	-4,1	-4,3	-4,6	-5,4	-5,4	-5,7	-6,3
Resultat (EBIT)	42,5	29,9	45,3	15,7	59,3	37,1	71,2	25,5	67,8	49,0	83,5	6,4	5,8
Extraordinära Poster	4,6	1,6	5,8	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	20,9	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	47,1	31,5	51,1	16,2	58,6	37,1	71,2	25,5	67,8	69,9	83,5	6,4	5,8
Finansnetto	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-0,8	-2,0	-2,0	-2,7	-3,2	-2,2	-4,4
Resultat före skatt	46,9	31,6	50,6	15,4	57,9	36,3	70,5	23,5	65,7	67,2	80,3	4,2	1,4
Skatter	-13,9	-9,8	-4,4	-4,4	-17,4	-11,1	-20,8	-6,8	-19,8	-14,0	-25,1	-1,3	-0,4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	33,0	21,7	46,3	11,0	40,5	25,2	49,7	16,6	45,9	53,2	55,2	3,0	1,0

### Tillväxt och marginaler

	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Omsättningsstillväxt	18%	1%	9%	#REF!	29%	40%	34%	26%	12%	22%	12%	-1%	-32%
EBIT, tillväxt	31%	11%	5%	#REF!	40%	24%	57%	62%	14%	32%	17%	-75%	-91%
EBITDA marginal	13%	12%	13%	6%	15%	10%	15%	11%	17%	14%	19%	4%	4%
EBIT marginal	8%	5%	8%	3%	11%	7%	13%	5%	12%	9%	15%	1%	1%
Skattesats	30%	31%	9%	29%	30%	31%	30%	29%	30%	21%	31%	30%	29%

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 fransäger 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.

#### **Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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](http://www.penser.se)