Equity Research | +46 8 463 80 00
Marlon.varnik@penser.se

This report was completed and disseminated 14 November 2019: 09:00 CET

Initiation of coverage ☐
Quaterly Report ☑
Estimate Change ☐

BTS Group

Another record quarter with more to come

Risk and Return Potential

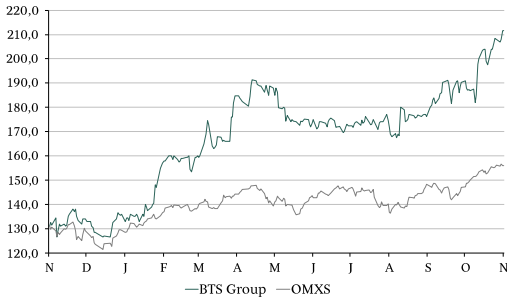
Return Potential	**Medel**
Risk	**Low Risk**
Current Price	211,50
High/Low (12M)	211,50/126,50
Number of Shares (m)	19,3
Market Capitalisation (SEKm)	4 085
Net Debt (SEKm)	-178
Enterprise Value (SEKm)	3 907
Reuters/Bloomberg	BTSb.ST/BTSB SS
Listing	Nasdaq OMX

Estimates and Valuation (SEK)

FY (Dec)	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	1 598	1 882	2 103	2 350
EBITDA	214	311	349	392
EBIT	183	227	262	303
Pre-tax Result	180	218	253	294
EPS Adjusted	6,67	7,92	9,20	10,69
BVPS	37,04	41,14	45,93	51,90
Dividend	3,60	4,14	4,72	5,35
EPS Growth	28,3	18,8	16,2	16,1
EBIT Margin	11,5	12,1	12,5	12,9
ROE	19,7	20,5	21,2	21,8
ROCE	36,3	49,3	63,8	75,2
Net Debt/Equity	-0,28	-0,47	-0,54	-0,60
EV/Sales	1,41	2,08	1,86	1,66
EV/EBITDA	10,5	12,5	11,2	10,0
EV/EBIT	12,3	17,2	14,9	12,9
P/E Adjusted	19,0	26,7	23,0	19,8
P/BV	3,43	5,14	4,60	4,08
Dividend Yield	2,8	2,0	2,2	2,5

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

Price trend, 12 months



Thirteen record quarters in a row

BTS continues to report record quarter after record quarter. Net sales for the third quarter amounted to SEK 460m (337), which was in line with our forecast of SEK 463m. We estimate that the acquisition of SwissVBS had a positive impact of SEK 5.2m on the quarter, so we estimate that organic growth was 14.5% y/y. Operating profit (EBITA) was SEK 54m (42), corresponding to an EBITA margin of 11.7%. Again, this was in line with our forecasts for EBITA of SEK 52m and an EBITA margin of 11.3%. Profitability was positively impacted by more efficient resource utilisation and economies of scale, and revenues continue to grow significantly faster than costs. In the longer term, we estimate that the margin will move towards the company's long-term goal for an EBITA margin of 15% as the percentage of license sales continues to increase.

BTS Europe strong as expected

Major projects within BTS Europe, which were postponed during the previous quarter, were booked in the third quarter, in line with our expectations. Thus, strong currency-adjusted growth was seen within this unit of 40% y/y. BTS North America also continued to develop strongly, showing FX-adjusted growth of 21% for the quarter. There was weakness in BTS Other Markets, which grew by only 4% currency-adjusted. However, it should be borne in mind that BTS Other Markets has grown by an average of some 20% annually over the past four years. Looking ahead, management envisages increased demand for larger projects, while the company's units see no indications of declining demand among their customers.

Forecasts largely unchanged

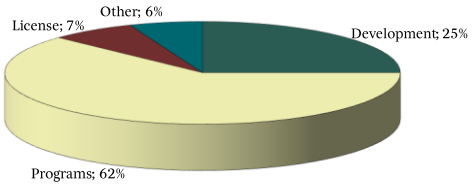
Despite the strong share-price performance, BTS Group continues to grow into its valuation. On next year's earnings, BTS Group is valued at EV/EBIT 15x, which we continue to see as attractive given its track record and growth prospects. At the same time, BTS is a relatively cyclically insensitive company that has ridden out three deep financial crises since it was founded in 1986. During all three of these the company demonstrated slightly positive growth. With that said, BTS is a stable, quality company for the long term. Its acquisition capacity remains good and we see the Asian markets within BTS Other Markets as an interesting acquisition region. On the whole, we have left our forecasts unchanged and see continued medium potential in the share at low risk. We expect profitability to continue to improve alongside strong underlying growth.

Source: FactSet

Date	Event	Place
18/02/2020	Q4 report	

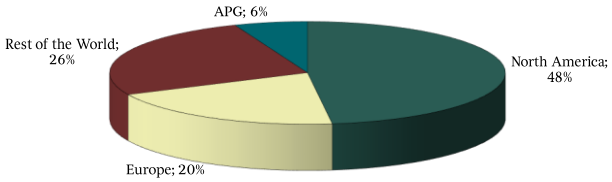
See last page for the disclaimer.

BTS Group – Sales by Segment



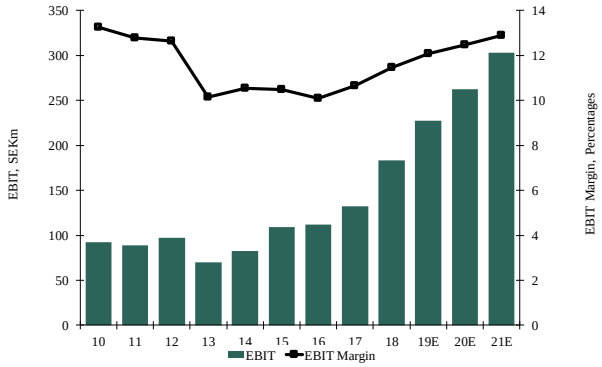
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Sales by Market



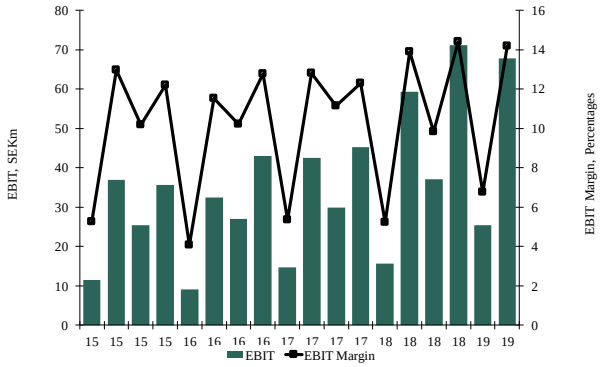
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Full-year EBIT Performance



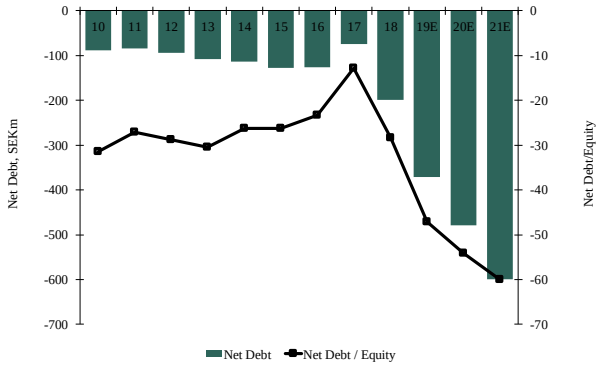
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Quarterly EBIT Performance



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Financial Position



Note: Negative numbers indicate a net cash position
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Share Structure, Management

Market Cap (SEKm)		4 085
No of Outstanding Shares (m)		19,3
Avg No of Daily Traded Shares (000s)		11
Free Float (Shares)		43,0%
Main Shareholders	**Votes**	**Shares**
Henrik Ekelund	42,1%	20,7%
Nordea Fonder	9,2%	12,9%
Stefan Af Petersens	9,9%	12,1%
Lannebo	8,3%	11,6%
Others	30,5%	42,7%
Chairman		Reinhold Geijer
CEO		Henrik Ekelund
CFO		Stefan Brown
IR		Michael Wallin
Phone Number / Internet		+46 8 6997000 / www.bts.com
Next Report		18 February 2020

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

Investment case

BTS develops and packages client strategies and assists with their implementation through simulation and training. Its simulations and technical platforms attempt to replicate the company's surroundings and environment as realistically as possible. BTS differentiates itself from the major management consultancy firms by being more niched in implementing and executing strategies for its clients.

BTS is a flight simulator for businesses

BTS's strategy includes interactive learning, and is used to train managers and entire organizations as tangibly and personally as possible. BTS offers a broad range of simulations, and over the years the company has built up vast know-how in a number of industries and markets. BTS can simulate anything from a recession to what would happen if a company were to lose one of its most important customers. Using the BTS methodology its clients can, for example, learn how their company should act in, and defend itself against, different scenarios.

Growth with stable margins

The company's target is to achieve 20% annual growth with a 15% EBITA margin. This is to be achieved both organically and through acquisitions. Over the past 10 years, BTS has generated average annual growth of 10% in currency-adjusted sales and EBITA, with organic growth accounting for the majority. The company's growth target was exceeded in 2018, when it achieved currency-adjusted growth of 26%. Despite this strong growth, BTS has managed to maintain a stable margin over the years. Its EBIT margin is anchored above 10%, which is also what we anticipate going forward. We estimate that this growth, and the company's cutbacks and efficiencies, will offset the ongoing pressure on prices. In the short term, BTS should deliver higher profitability as it has historically invested just over 4% of its turnover in digitalisation. However, it is investing for long-term growth, which we consider to be the right strategy. In addition to stable growth and profitability, the company has also delivered good dividend growth over time.

One company, four revenue streams

BTS has four revenue streams: Programs, Development, Licenses and Other Revenue. Programs account for the majority of revenues, at about 61%, but we do not assess this as a risk since this is its signature reputation in the market. This is also the costliest service, making it realistic that it accounts for the majority of revenues. The revenue model is based on fixed prices, with variable components in the form of annual indexation and fees depending on the number of participants. The company's most profitable segment is Licenses, accounting for just over 8% of sales. The remaining revenue streams are Development and Other Revenue, which account for 26% and 5% of net sales respectively.

Still worth owning for the long term

Given the financial stability of the company, along with the fact that it has over time delivered double-digit growth and margins, we estimate that the share has more to give and is still worth owning for the long term. The stock is traded at EV/EBIT 15x or P/E 23x on 2020 forecasts, which has to be regarded as attractive given the growth rate and improved profitability. We see continued good potential for steadily rising profitability in the coming years. We reiterate our positive view of BTS and see continued medium potential in this share, at low risk.

BTS Group – Our Estimate Changes (SEK)

	2019E			2020E			2021E		
	Old	New	Change	Old	New	Change	Old	New	Change
Sales	1907	1 882	-1%	2132	2103	-1%	2382	2 350	-1%
EBIT	231	227	-1%	267	262	-2%	307	303	-1%
EPS Adjusted	8,10	7,92	-2%	9,41	9,20	-2%	10,85	10,7	-1%

Source: Erik Penser Bank

BTS Group – Income Statement, Cash Flow and Balance Sheet (SEKm)

Income Statement

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net Sales	771	688	781	1 044	1 108	1 243	1 598	1 882	2 103	2 350
Other Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cost of goods sold	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Profit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administrative Expenses	-496	-454	-596	-934	-996	-1 092	-1 384	-1 571	-1 754	-1 958
Research and development costs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Operating Costs	-316	-285	-334	-439	-443	-519	-568	-636	-635	-634
EBITDA	**105**	**78**	**91**	**121**	**125**	**151**	**214**	**311**	**349**	**392**
Depreciation	-7	-8	-9	-12	-14	-18	-31	-84	-87	-89
Amortisation of Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	**97**	**70**	**82**	**109**	**112**	**132**	**183**	**227**	**262**	**303**
Non-recurring Items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associated Companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Financial Items	-1	-0	1	-0	-1	-1	-3	-9	-9	-9
Pre-tax Result	**97**	**70**	**83**	**109**	**112**	**131**	**180**	**218**	**253**	**294**
Tax	-33	-22	-27	-37	-37	-33	-54	-65	-76	-88
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Result	**64**	**48**	**56**	**73**	**75**	**98**	**127**	**153**	**177**	**206**

Cash Flow

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA	105	78	91	121	125	151	214	311	349	392
Change in Working Capital	-13	-11	-28	-35	-52	-1	-8	23	-57	-64
Other Operating Cash Items	-24	-11	-10	-17	-12	-51	-48	-75	-85	-97
Operating Cash Flow	**60**	**48**	**45**	**58**	**47**	**98**	**158**	**260**	**206**	**231**
Net Financial Costs	-1	-0	1	-0	-1	-1	-3	-9	-9	-9
Taxes Paid	-15	-11	-16	-28	-25	-33	-54	-65	-76	-88
Capital Expenditure	0	0	0	0	0	0	-37	-15	-15	-15
Free Cash Flow	**58**	**45**	**37**	**50**	**36**	**116**	**114**	**252**	**198**	**223**
Dividends	-29	-32	-33	-33	-44	-47	-53	-69	-80	-91
Acquisitions	-12	-16	-21	-19	-13	-15	-4	-4	-4	-4
Disposals	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Issue/Share Buybacks	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Adjustments	84	95	109	114	135	135	200	262	434	542
Total Cash Flow	**101**	**92**	**92**	**112**	**114**	**190**	**257**	**441**	**549**	**669**
Other Non-cash Adjustments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Debt	**-94**	**-109**	**-114**	**-127**	**-126**	**-74**	**-199**	**-371**	**-479**	**-600**

Balance Sheet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ASSETS										
Goodwill	135	143	207	223	272	421	455	455	455	455
Other Intangible Assets	15	17	32	31	41	87	72	12	-51	-115
Tangible Assets	16	14	14	15	22	30	39	34	29	23
Shares in Participations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Fixed Assets	8	8	9	10	10	11	15	15	15	15
Total Fixed Assets	**174**	**182**	**261**	**279**	**346**	**549**	**581**	**516**	**448**	**378**
Inventories	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	158	156	239	277	361	335	512	489	547	611
Other Current Assets	91	73	67	116	101	141	172	172	172	172
Cash and Cash Equivalents	95	109	114	140	135	200	262	434	542	663
Total Current Assets	**345**	**337**	**420**	**532**	**598**	**676**	**947**	**1 095**	**1 261**	**1 446**
TOTAL ASSETS	**519**	**519**	**682**	**811**	**944**	**1 226**	**1 528**	**1 611**	**1 709**	**1 824**
EQUITY AND LIABILITIES										
Shareholder Equity	327	356	435	483	543	581	704	788	885	1 000
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Equity	**327**	**356**	**435**	**483**	**543**	**581**	**704**	**788**	**885**	**1 000**
Long-term Financial Liabilities	1	0	0	13	9	126	63	63	63	63
Pension Provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deferred Tax Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Long-term Liabilities	0	0	0	0	12	220	221	221	221	221
Total Long-term Liabilities	**1**	**0**	**0**	**13**	**21**	**345**	**284**	**284**	**284**	**284**
Current Financial Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts Payable	22	17	22	21	26	26	0	0	0	0
Tax Liabilities	16	19	29	37	51	51	0	0	0	0
Other Current Liabilities	154	127	196	256	303	263	540	540	540	540
Total Current Liabilities	**191**	**163**	**247**	**315**	**380**	**340**	**540**	**540**	**540**	**540**
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	**519**	**519**	**682**	**811**	**944**	**1 266**	**1 528**	**1 611**	**1 709**	**1 824**

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Valuation and Key Ratios (SEK)

Per Share Data

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS Reported	3,53	2,57	3,01	3,89	3,96	5,20	6,67	7,92	9,20	10,69
EPS Adjusted	3,53	2,57	3,01	3,89	3,96	5,20	6,67	7,92	9,20	10,69
CEPS	3,31	2,56	2,40	3,10	2,54	8,08	7,34	-	-	-
Free Cash Flow	3,22	2,39	1,99	2,66	1,92	8,12	7,38	-	-	-
Dividend	1,75	1,75	1,75	2,35	2,50	2,80	3,60	4,14	4,72	5,35
Book Value	18,08	19,14	23,30	25,91	29,12	31,15	37,04	41,14	45,93	51,90
Tangible Book Value (Excl Goodwill)	10,62	11,44	12,20	13,96	14,51	8,43	13,09	17,36	22,31	28,27
Net Asset Value	18,08	19,14	23,30	25,91	29,12	31,15	33,64	-	-	-
Net Debt	-5,21	-5,84	-6,12	-6,81	-6,77	-10,99	-14,39	-	-	-
Enterprise Value	56,04	53,16	53,38	70,69	65,23	89,52	116,67	192,28	186,71	180,45
Diluted No of Shares, Weighted Average (m)	18,1	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	19,3	19,3	19,3	19,3
Diluted No of Shares, Year-end (m)	18,1	18,6	18,6	18,7	18,7	18,9	19,0	19,1	19,3	19,3

Valuation

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E Reported	17,4	22,9	19,8	19,9	18,2	18,0	19,0	26,7	23,0	19,8
P/E Adjusted	17,4	22,9	19,8	19,9	18,2	18,0	19,0	26,7	23,0	19,8
P/CEPS	18,5	23,0	24,8	25,0	28,4	11,6	17,3	-	-	-
P/FCFPS	19,0	24,6	29,9	29,1	37,6	11,5	17,2	-	-	-
FCF Yield	5,3	4,1	3,3	3,4	2,7	8,7	5,8	-	-	-
Dividend Yield	2,9	3,0	2,9	3,0	3,5	3,0	2,8	2,0	2,2	2,5
Dividend Payout Ratio Adjusted	49,6	68,0	58,2	60,4	63,2	53,8	54,0	52,3	51,3	50,1
P/BV	3,39	3,08	2,55	2,99	2,47	3,00	3,43	5,14	4,60	4,08
P/Tangible BV	5,77	5,16	4,88	5,55	4,96	11,09	9,70	12,18	9,48	7,48
P/NAV	3,39	3,08	2,55	2,99	2,47	3,00	3,78	-	-	-
EV/Sales	1,31	1,44	1,27	1,26	1,10	1,34	1,41	2,08	1,86	1,66
EV/EBITDA	9,7	12,7	10,9	10,9	9,7	11,1	10,5	12,5	11,2	10,0
EV/EBIT	10,4	14,1	12,1	12,0	10,9	12,6	12,3	17,2	14,9	12,9
Share Price, Year-end	61,25	59,00	59,50	77,50	72,00	93,50	127,00	211,50	211,50	211,50
Share Price, High	61,25	73,00	69,00	82,50	79,75	97,00	154,00	211,50	-	-
Share Price, Low	46,50	51,00	45,00	54,50	56,50	71,00	93,80	126,50	-	-
Share Price, Average	55,48	60,76	53,72	69,42	67,69	84,29	118,60	172,06	-	-
Market Cap, Year-end and Current (SEKm)	1 107	1 097	1 109	1 445	1 343	1 744	2 453	4 085	4 085	4 085
Enterprise Value, Year-end and Current (SEKm)	1 012	988	995	1 318	1 216	1 670	2 254	3 907	3 907	3 907

Growth Rate and Margins

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales Growth, YoY	10,4	-10,7	13,5	33,6	6,1	12,2	28,6	17,7	11,8	11,8
EBIT Growth, YoY	9,2	-28,3	18,0	32,8	2,1	18,5	38,6	23,9	15,5	15,5
EPS Adjusted Growth, YoY	10,3	-27,1	16,9	29,3	1,7	31,4	28,3	18,8	16,2	16,1
EBITDA Margin	13,6	11,3	11,7	11,6	11,3	12,1	13,4	16,5	16,6	16,7
EBITA Margin	12,6	10,1	10,5	10,5	10,1	10,7	11,5	12,1	12,5	12,9
EBIT Margin	12,6	10,1	10,5	10,5	10,1	10,7	11,5	12,1	12,5	12,9
Pre-tax Margin Adjusted	12,6	10,1	10,6	10,5	10,1	10,6	11,3	11,6	12,0	12,5
Net Margin Adjusted	8,3	7,0	7,2	6,9	6,8	7,9	7,9	8,1	8,4	8,8
Tax Rate	34,1	31,4	32,3	33,6	33,1	25,3	29,8	29,9	29,9	29,9

Profitability

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Return on Equity, ROE	20,0	14,0	14,2	15,8	14,6	17,5	19,7	20,5	21,2	21,8
Return on Equity 5-Year Average	-	-	-	16,7	15,7	15,2	16,4	17,6	18,7	20,1
Return on Capital Employed, ROCE	42,5	29,1	29,0	32,4	28,9	28,7	36,3	49,3	63,8	75,2
Return on Capital Employed 5-Year Average	-	-	-	35,1	32,4	29,6	31,0	35,1	41,4	50,7

Capital Expenditure and Efficiency

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Capital Expenditure	0	0	0	0	0	0	37	15	15	15
Capex/Sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,8	0,7	0,6
Capex/Depreciation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,2	0,2	0,2
Inventory/Sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receivables/Sales	20,6	22,7	30,6	26,5	32,6	27,0	32,1	26,0	26,0	26,0
Payables/Sales	2,8	2,5	2,9	2,1	2,4	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Working Capital/Sales	17,7	20,2	27,7	24,5	30,2	24,8	32,1	26,0	26,0	26,0
Asset Turnover	1,49	1,33	1,30	1,40	1,26	1,15	1,16	1,20	1,27	1,33

Financial Position

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Interest-bearing Net Debt (SEKm)	-94	-109	-114	-127	-126	-74	-199	-371	-479	-600
Equity Ratio	63,0	68,6	63,7	59,6	57,6	45,8	46,1	48,9	51,8	54,8
Net Debt/Equity	-0,29	-0,31	-0,26	-0,26	-0,23	-0,13	-0,28	-0,47	-0,54	-0,60
Net Debt/Market Cap	-0,09	-0,10	-0,10	-0,09	-0,09	-0,04	-0,08	-0,09	-0,12	-0,15
Net Debt/EBITDA	-0,9	-1,4	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,9	-1,2	-1,4	-1,5

Note: Key ratios based on fully diluted number of shares. Historical key ratios are calculated using the year-end share price.
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Quarterly Operating Performance (SEKm)

Income Statement

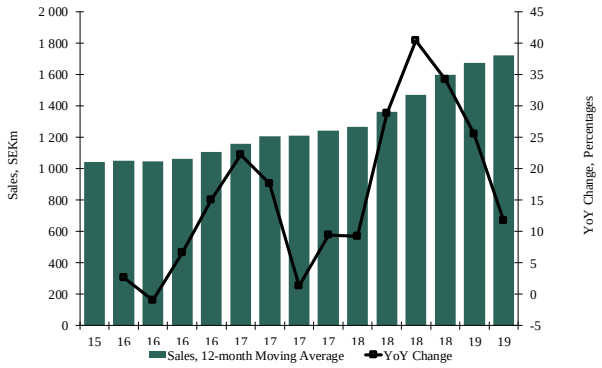
	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219
Net Sales	265	336	274	332	269	368	299	427	377	494	376	477
Other Operating Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Operating Costs	-235	-289	-255	-285	-235	-317	-276	-360	-334	-414	-331	-390
EBITDA	**31**	**47**	**19**	**47**	**34**	**51**	**23**	**67**	**44**	**80**	**44**	**87**
Depreciation and Amortisation	-3	-4	-9	-8	-6	-8	-12	-12	-11	-13	-23	-24
EBIT	**27**	**43**	**15**	**43**	**30**	**45**	**16**	**59**	**37**	**71**	**25**	**68**
Non-recurring Items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associated Companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Financial Items	-0	-0	0	0	-0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Result Reported	**27**	**43**	**14**	**42**	**30**	**45**	**15**	**59**	**37**	**70**	**23**	**67**
Pre-tax Result Adjusted	**27**	**43**	**14**	**42**	**30**	**45**	**15**	**59**	**37**	**70**	**23**	**67**
Tax	-9	-15	-5	-14	-10	-4	-4	-17	-11	-21	-7	-20
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Result Reported	**18**	**28**	**9**	**28**	**20**	**40**	**10**	**41**	**25**	**49**	**16**	**47**

Growth Rates and Margins

	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219
Sales Growth, YoY	6,7	15,0	22,3	17,6	1,3	9,5	9,3	28,8	40,4	34,3	25,5	11,8
EBIT Growth, YoY	6,8	20,3	60,4	30,7	10,5	5,5	6,8	39,6	24,0	57,3	62,4	14,2
EBITDA Margin	11,5	14,1	6,9	14,1	12,6	13,9	7,8	15,7	11,6	16,2	11,8	18,2
EBIT Margin	10,2	12,8	5,4	12,8	11,1	12,3	5,2	13,9	9,8	14,4	6,8	14,2
Pre-tax Margin Adjusted	10,1	12,7	5,3	12,8	11,1	12,2	5,0	13,7	9,7	14,1	6,1	14,0
Tax Rate	32,2	34,4	35,7	32,9	32,8	9,7	29,6	29,6	30,3	29,8	29,7	29,6

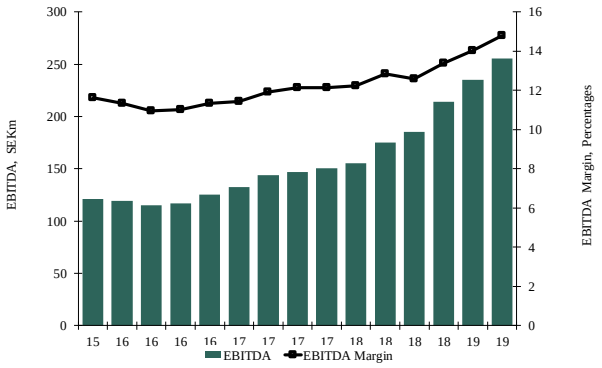
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Sales, 12-month Moving Average



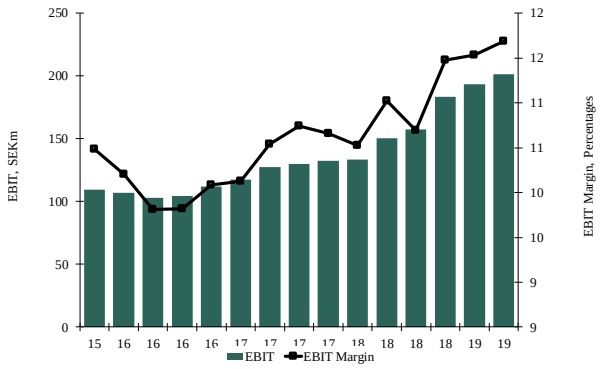
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – EBITDA, 12-month Moving Average



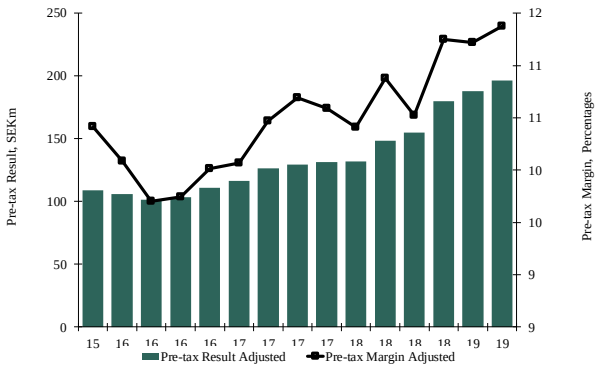
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – EBIT, 12-month Moving Average



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

BTS Group – Pre-tax Result, 12-month Moving Average



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

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.

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 tolvmånadersperioden. 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 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