



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Diversifierade teleoperatörer | Sverige | 10 februari 2023

Transtema

Fortsatt stark marknad

Stark organisk tillväxt och stabil marginal

Med flera samvarierande faktorer var marknaden fortsatt stark och den organiska tillväxten kom in på starka 15% i kvartalet. Samtidigt fortsatte de förvärvade enheterna att växa kraftigt och momentum i försäljningen var därmed fortsatt starkt. Marginalen var stabil över 7%, trots fortsatt högt inflationstryck. Bolaget flaggar för att avtalsrörelsen kan bli utmanande, men de har också lanserat ett effektivitetsprogram och fortsätter diskutera prishöjningar med sina kunder. Med förvärven av Tessta och UBConnect minskar den största kundens andel av försäljningen till ca 40% från 70% 2021.

Fokus på konsolidering, kassaflöden och fortsatt tillväxt i 2023

Den höga organiska tillväxten överraskade oss – vi hade väntat oss att takten skulle ha börjat normaliseras. Marknaden är uppenbart stark och den verkar inte bromsa in. Fokus för 2023 kommer att vara att konsolidera gjorda förvärv och att börja utvinna synergier, att få ned rörelsekapitalet för att förbättra kassaflödet och att fortsätta växa. Även om vi inte utesluter förvärv räknar vi inte med fler större förvärv redan under 2023. Det är sannolikt att expansionen till Finland och Danmark kommer ske via förvärv. Målet är att vara topp tre i Norden 2025.

Marginellt lägre EPS på högre räntekostnader

Vi drar ned våra marginalantaganden något för att ta höjd för fortsatt löne- och inflationstryck under 2023, vilket dock kompenseras helt av högre omsättning. Däremot har räntekostnaderna ökat i spåren av de högre räntorna och vi trimmar EPS med 3% per år och sänker vårt motiverade värde något till 52-54 kr (53-55 kr).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	52 - 54 kr												
Totala intäkter	3,3%	3,2%	3,2%	2 457	3 151	3 282	3 381	Aktiekurs	42,0 kr												
EBITDA, just.	1,1%	1,1%	1,2%	Tillväxt	45%	28%	4%	3%	Riskenivå	Medium											
EPS, just.	-2,7%	-3,1%	-2,9%	EBITDA, just.	266	339	357	370	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>												
Kommande händelser			EBIT, just.	163	209	222	231														
Q1 - rapport	04 maj 2023		EPS, just.	3,4	3,7	4,2	4,3														
Q2 - rapport	10 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	58%	11%	12%	4%														
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	9,9	13,5	17,8	22,2														
Antal aktier	39m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	1 652		EBIT-marginal	6,3%	6,6%	6,8%	6,8%														
Nettoskuld	309		ROE, just.	41,4%	32,0%	26,6%	21,7%														
EV	1 963		ROCE, just.	34,9%	28,8%	26,5%	22,9%														
Free float	65%		EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	158k		EV/EBITDA	5,3x	5,8x	5,5x	5,3x														
Bloomberg Ticker	TRANS SS EQUITY		EV/EBIT	8,6x	9,4x	8,9x	8,5x														
Analytiker			P/E, just.	9,0x	11,3x	10,1x	9,7x	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
Markus Almerud			P/EK	3,1x	3,1x	2,4x	1,9x														
markus.almerud@penser.se			FCF yield	8%	18%	16%	17%														
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,3x	-0,3x	-0,8x														

Investment case

Tydlig strategi som till stor del är exekverad på: Transtema har låg kapitalbindning och hög lönsamhet och prioriterar tillväxt i närliggande produktområden och geografier. De ”gräver där de står”, vilket minskar risken i tillväxtstrategin. Inför bytet till börsens huvudlista hösten 2021 satte bolaget nya mål med en klar färdplan som sträckte sig till 2025. Efter knappt ett år har de redan exekverat cirka 70% av tillväxten. Lönsamheten samt snabb exekvering av den satta strategin är alla tecken på bolagets höga kvalitet.

Marknaden har förbisett Transtemas vinstutveckling: I kontrast till huvudkonkurrenten Eltel, vars vinst har sjunkit kraftigt, har Transtema ökat vinsten med 500% sedan september 2020. Trots detta har vi sett likartad kursutveckling – marknaden verkar helt förbise Transtemas vinstutveckling. En anledning kan vara Telias historiska dominans som kund. Med förvärvet av Tessta i mars 2022 sjönk dock Telias andel av försäljningen från över 70% till under 50% och vi tror denna andel kommer minska till åtminstone en tredjedel de kommande åren. Detta borde leda till en omvärdering av bolaget.

Enorm tillväxtpotential: Transtemas expansion sker i tre vertikaler – närliggande produktområden, nya kunder och geografiskt. Med förvärvet av Tessta gick de in i Norge samt blev en betydande kund hos Telenor. Detta skapade en möjlighet till fortsatt expansion i Norge samt hos Telenor som kund. Vi tror att det kommer mer av detta. Samtidigt har operatörerna accelererat sin outsourcing för att synliggöra värden och tillåta fokus på nya intäcksströmmar. Detta betyder att de behöver sina partners i allt högre grad, samtidigt som det skapas nya möjligheter för tillväxt för bolag såsom Transtema.

Hållbar verksamhet kommer leda till högre marknadsandelar: Säkert och hållbart börjar idag bli skall-krav vid upphandlingar och med ökade krav tror vi Transtema kan vinna marknadsandelar. Bolaget har tydliga och mätbara mål samt handlingsplaner för varje område. Hållbarhetsarbetet är kopplat till FN:s Agenda 2030, de globala målen samt FN:s Global Compact. CO₂-utsläppen ska vara noll 2030 inom Scope 1 och 2 medan indirekta utsläpp (Scope 3) ska minska med 50%.

Bolagsbeskrivning

Transtema, som grundades 1997, är idag ett av Sveriges ledande företag när det gäller att bygga, underhålla och sköta driften av olika typer av kommunikationsnät – mobila nät, fiber och koppar.

Målgruppen är teleoperatörer, stadsnät, kraftbolag, myndigheter och större företag. Med sina multitekniker kan Transtema verka brett över flera teknologier, från nedmontering av de gamla 3G-näten samt service och uppgradering av de befintliga näten, till nyinstallation av 5G-nät och IoT-infrastruktur (Internet of Things).

Värdering

Vi värderar Transtema med ett genomsnitt av ett antal målmultiplar. Vi har valt att applicera våra multiplar på 2023 års vinst och har sedan nuvärdesberäknat dessa. Vi använder ett genomsnitt mellan P/E, EV/EBITA och EV/EBITDA och har lagt oss i mitten av peer-gruppen när vi har satt våra målmultiplar.

Motiverat värde

SEK 52-54

Kvartalet i korthet

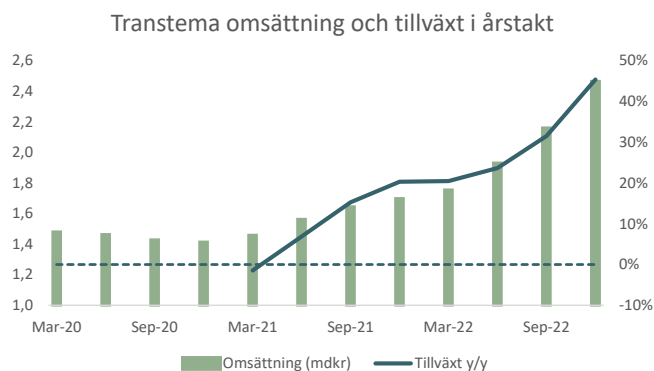
Med flera megatrender som samverkar, 5G-utbyggnad och fibrering av kopparnätet i kombination med de kontinuerligt ökade kraven på nätsäkerhet och stabil uppkoppling fortsatte momentum för Transtemas försäljning vara mycket starkt (Diagram 1). Den organiska tillväxten var 15% i Q4, vilket var åttonde kvartalet i rad med organisk tillväxt på tvåsiffriga eller höga ensiffriga tal.

Även tillväxten i de förvärvade enheterna var mycket stark – Tessta, som förvärvades i början av 2022, växte med ca 40% 2022 och 47% i Q4. I början av januari 2023 slutfördes förvärvet av UBConnect, vilket adderar NOK 450m till omsättningen i årstakt. Försäljningstillväxten kommer därmed vara fortsatt stark under 2023.

Marginalen kontraherade marginellt (20 punkter), men fortsätter vara stabil över målet på 7% (Diagram 2). Med tanke på inflationstrycket i marknaden tycker vi att bolaget försvarar marginalen på ett bra sätt. Bolaget ser fortsatt inflationstryck och flaggar för att löneprocessen i vår kan bli en utmaning. De fortsätter dock dialogen med sina kunder för att kompensera för de högre kostnaderna och har även lanserat ett effektiviseringsprogram. Målet är att hålla marginalen över 7%.

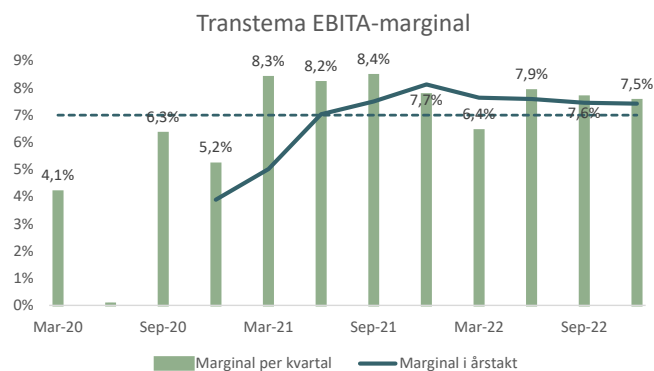
Genom förvärven av Tessta och UBConnect har Transtema minskat beroendet av en enskild kund. Proforma för 2022 minskade den största kundens andel av försäljningen till ca 40% från ca 70% 2021.

Diagram 1: Fortsatt hög tillväxt...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: ...och stabil marginal



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

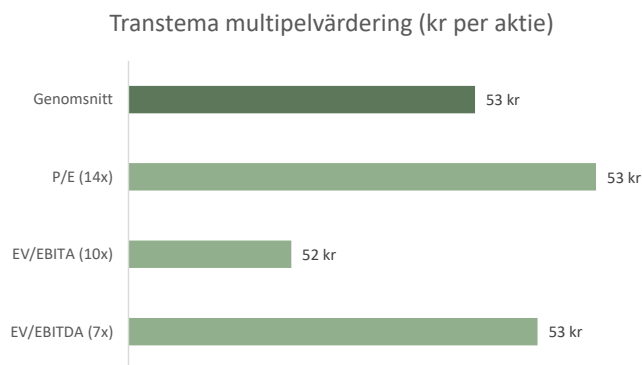
Transtemaaktien har varit mycket stark sedan vår initiering i november, men gapet mellan vinst och aktiekurs är fortsatt stort (Diagram 3). Vi värderar Transtema med målmultiplar som vi applicerar på 2023 års vinst. Vi når ett genomsnittligt värde på 53 kronor per aktie (Diagram 4). Vår DCF visar ett värde på 56 kr per aktie (Tabell 1-2).

Diagram 3: Diskrepansen mellan vinst och aktiekurs är fortsatt hög



Källa: Factset, EPB

Diagram 4: Vi når ett genomsnittligt värde på 53 kr



Källa: EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 731	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	785	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	7,0%
Företagsvärde (EV)	2 515	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	309	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	0,2%
Eget kapital	2 206			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	39				
Eget kapital per aktie	56				

Källa: EPB

Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
10,0%	66	68	71	74	78	60	66	71	77	83
11,0%	59	61	63	65	68	53	58	63	67	72
WACC 12,0%	53	54	56	58	60	48	52	56	60	64
13,0%	48	49	51	52	54	44	47	51	54	57
14,0%	44	45	46	47	48	41	43	46	49	52

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 151	3 282	3 381
Totala intäkter	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 151	3 282	3 381
Bruttoresultat	868	1 497	1 405	1 690	2 457	3 151	3 282	3 381
Övriga rörelsekostnader	-798	-1 361	-1 275	-1 495	-2 192	-2 812	-2 926	-3 011
EBITDA	70	137	130	202	258	339	357	370
Jämförelsestörande poster	0	0	0	8	-8	0	0	0
EBITDA, justerad	70	137	130	195	266	339	357	370
Avskrivningar	-30	-92	-75	-65	-83	-106	-110	-113
EBITA, justerad	41	45	55	130	182	234	247	257
Amortering	-9	-16	-26	-13	-20	-24	-25	-26
EBIT	32	29	29	124	155	209	222	231
EBIT, justerad	32	29	29	117	163	209	222	231
Finansnetto	-3	-12	-10	-9	-4	-20	-10	-10
Resultat före skatt	28	17	19	115	150	190	212	221
Resultat före skatt, justerad	28	17	19	107	158	190	212	221
Total skatt	8	14	10	-24	-25	-40	-45	-46
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Nettoresultat	36	30	29	90	125	149	166	173
Nettoresultat, justerad	36	30	29	82	133	149	166	173
Intäktstillväxt	-	72%	-6%	20%	45%	28%	4%	3%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	6,6%	6,8%	6,8%
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	3,73	4,16	4,33
EPS-tillväxt, justerad	-	-26%	-25%	>100%	58%	11%	12%	4%

Källa: Transtema, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	32	29	29	124	155	209	222	231
Övriga kassaflödesposter	39	107	95	74	56	72	82	85
Förändringar i rörelsekapital	-	-	37	12	-102	42	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	70	137	161	211	109	323	304	315
Investeringar i anläggningstillgångar	-	-	-4	-14	-10	-27	-28	-29
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-	-	-4	-14	-10	-27	-28	-29
Fritt kassaflöde	70	137	157	197	100	296	276	286
Förvärv och avyttringar	-	-	19	0	-199	-86	0	0
Nyemission / återköp	-	-	53	1	2	0	0	0
Förändring av skulder	-	-	-122	-29	83	-101	0	0
Övriga poster	-	-	-61	-55	-70	-79	-82	-85
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-	-	-110	-84	-184	-266	-82	-85
Kassaflöde	70	137	47	113	-85	31	194	202
Nettoskuld	283	235	130	-5	223	91	-102	-304

Källa: Transtema, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	124	93	76	77	200	260	260	260
Övriga immateriella tillgångar	131	87	65	52	400	401	376	350
Materiella anläggningstillgångar	219	36	28	34	44	44	44	44
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	243	219	188	249	249	249	249
Summa anläggningstillgångar	478	459	388	351	893	955	930	904
Varulager	19	17	17	18	18	35	36	37
Kundfordringar	199	163	149	145	367	378	394	406
Övriga omsättningstillgångar	416	220	140	168	230	263	274	282
Likvida medel och kortfristiga placeringar	22	19	65	178	93	124	318	520
Summa omsättningstillgångar	656	419	371	509	709	800	1 022	1 244
SUMMA TILLGÅNGAR	1 133	878	758	860	1 603	1 755	1 951	2 148
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	323	104	160	250	388	538	705	879
Minoritetsintressen	0	1	1	1	1	2	4	5
Summa eget kapital	323	104	160	251	389	540	709	884
Långfristiga räntebärande skulder	31	47	19	25	101	0	0	0
Långfristiga leasingkulder	93	66	80	78	119	119	119	119
Övriga långfristiga skulder	0	81	51	43	310	310	310	310
Summa långfristiga skulder	124	194	150	146	529	429	429	429
Kortfristiga räntebärande skulder	125	83	49	14	26	26	26	26
Leverantörsskulder	250	166	111	120	297	315	328	338
Kortfristiga leasingkulder	55	58	48	55	71	71	71	71
Övriga kortfristiga skulder	256	273	240	273	291	374	389	400
Summa kortfristiga skulder	686	580	448	462	684	786	814	835
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 133	878	758	860	1 603	1 755	1 951	2 148

Källa: Transtema, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	72%	-6%	20%	45%	28%	4%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	94%	-5%	50%	36%	28%	5%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-8%	-1%	>100%	39%	29%	6%	4%
EPS-tillväxt, justerad	-	-26%	-25%	>100%	58%	11%	12%	4%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	8,1%	9,1%	9,2%	12,0%	10,5%	10,8%	10,9%	10,9%
EBITDA-marginal, justerad	8,1%	9,1%	9,2%	11,5%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%
EBIT-marginal	3,7%	1,9%	2,1%	7,4%	6,3%	6,6%	6,8%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	3,7%	1,9%	2,1%	6,9%	6,6%	6,6%	6,8%	6,8%
Vinst-marginal, justerad	4,2%	2,0%	2,1%	4,9%	5,4%	4,7%	5,1%	5,1%

Källa: Transtema, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	14%	22%	40%	41%	32%	27%	22%
ROCE, justerad	Neg.	6%	8%	30%	35%	29%	27%	23%
ROIC, justerad	Neg.	6%	9%	44%	38%	34%	36%	39%

Källa: Transtema, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	23%	11%	11%	9%	15%	12%	12%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	86%	43%	35%	31%	31%	28%	28%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	-3%	-3%	-4%	1%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	4,2x	4,0x	4,0x	3,5x	4,2x	3,6x	3,1x

Källa: Transtema, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	283	235	130	-5	223	91	-102	-304
Soliditet	29%	12%	21%	29%	24%	31%	36%	41%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	2,2x	0,8x	0,0x	0,6x	0,2x	-0,1x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	4,0x	1,7x	1,0x	0,0x	0,9x	0,3x	-0,3x	-0,8x

Källa: Transtema, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	1,50	1,11	0,83	2,32	3,16	3,73	4,16	4,33
EPS, justerad	1,50	1,11	0,83	2,12	3,36	3,73	4,16	4,33
FCF per aktie	2,91	4,99	4,40	5,06	2,52	7,43	6,91	7,18
Eget kapital per aktie	11,6	3,81	4,17	6,46	9,85	13,5	17,8	22,2
Antal aktier vid årets slut, m	27,9	27,4	38,3	38,9	39,5	39,9	39,9	39,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	27,4	35,6	38,9	39,5	39,9	39,9	39,9

Källa: Transtema, EPB

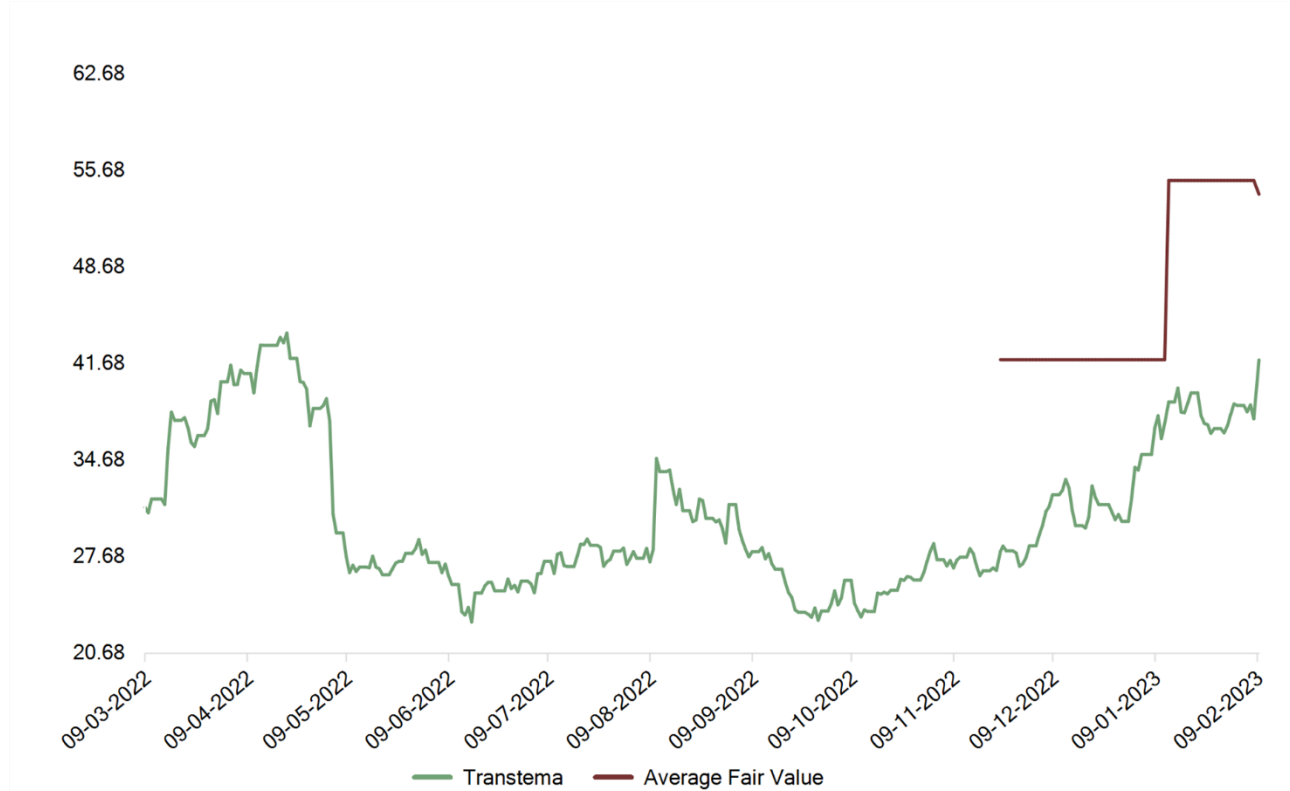
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	9,5x	5,7x	13,2x	22,4x	9,0x	11,3x	10,1x	9,7x
P/EK	1,2x	1,7x	2,6x	7,4x	3,1x	3,1x	2,4x	1,9x
P/FCF	4,9x	1,3x	2,5x	9,4x	12,0x	5,7x	6,1x	5,9x
FCF-yield	20%	79%	40%	11%	8%	18%	16%	17%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,8x	0,3x	0,4x	1,1x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	9,6x	3,0x	4,2x	9,3x	5,3x	5,8x	5,5x	5,3x
EV/EBIT, justerad	21,2x	14,0x	19,1x	15,6x	8,6x	9,4x	8,9x	8,5x
EV	672	408	551	1 818	1 402	1 963	1 965	1 966
Aktiekurs	14,2	6,3	11,0	47,5	30,3	42,0	42,0	42,0

Källa: Transtema, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Transtema (TRANS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

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

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

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, 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