

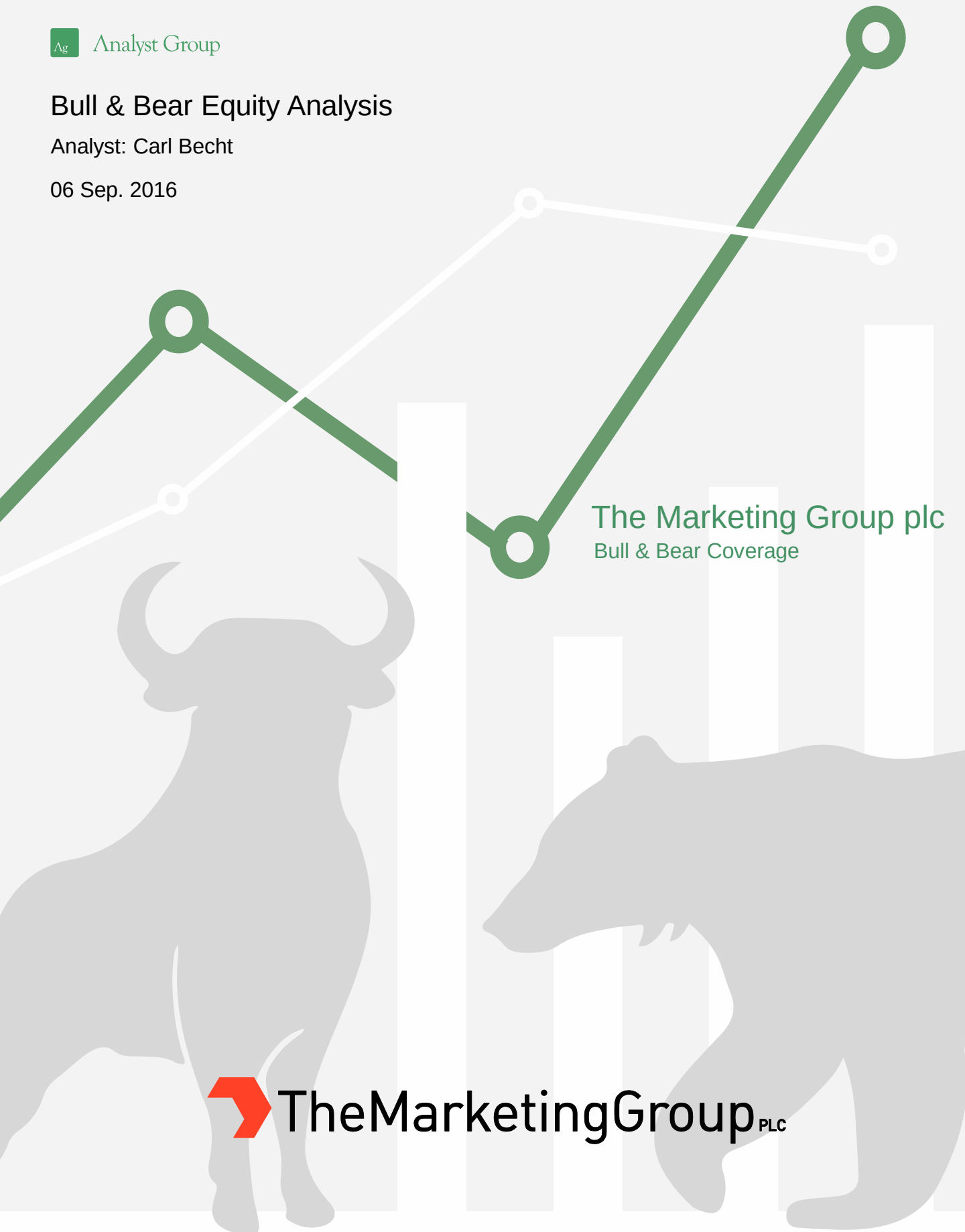


Analyst Group

Bull & Bear Equity Analysis

Analyst: Carl Becht

06 Sep. 2016



TheMarketingGroup_{PLC}



Value Drivers

Quality of Earnings

Risk Profile

Quality of Management

» P/E 13,8 på 2016e

Ett säsongsmissigt starkare andra halvår i kombination med bibehållen förvärvstakt utmynnar i en EPS om 0,44 för helåret 2016. Med TMG:s organiska såväl som förvärvsdrivna tillväxt samt bolagets låga implicerade retention rate i åtanke får detta betraktas som lågt. En multipelanalys av P/E-talet indikerar en uppsida om 102 %.

» Nyförvärv med låg riskprofil

Merparten av förvärven har varit verksamma under tiotals år och prognosticeras generera en EBITDA-marginal om 25 % på 2016e. Förvärvsmodellens brister reduceras när förvärven är solida, skuldfria bolag med lönsamma affärsmodeller. Bolagen uppvisar god prisförhandlingsstyrka mot välkända bolagsnamn i kundlistan till följd av differentieringsfördelen i specialisering och opererar inom segmentet för digital marknadsföring, som bedöms växa om 12 % på årlig basis.

» Positivt nuvärde av förvärv; indikerad uppsida på 105 %

Förvärvsmodellen och klassiska värderingsmodeller korrelerar negativt, då kapitalkostnaden, i form av utspädning för förvärv, sjunker när aktiekursen stiger. Förverkligade förvärv vid dagens aktiekurs avger likväl ett positivt nuvärde och ett samlat nuvärde av den befintliga verksamheten samt framtida förvärv indikerar en uppsida på 105 %. Således behöver inte aktien vara övervärderad för att förvärv ska skapa aktieägarvärde över tid, vilket marknaden förefaller anse.

ANALYTIKER	
Carl Becht	Carl.Becht@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Riddargatan 35 114 57 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se

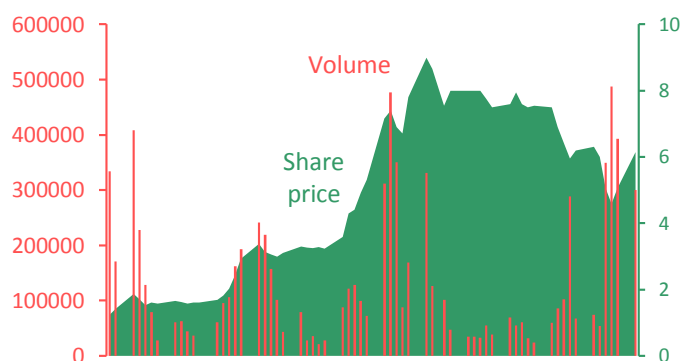
THE MARKETING GROUP PLC	
Aktiekurs	6,15 Euro
v. 52 högsta / lägsta	9,45/1,41
Antal aktier	31,2 M
Börsvärde (MSEK)	192 MEUR
Nettoskuld (MSEK)	192 MEUR
EV (MSEK)	-0,2 MEUR
Sektor	Marknadsföring
Lista / kortnamn	First North
Nästa rapport	2016-11-17

UTVECKLING	
1 månad	-23,13 %
3 månader	
1 år	
YTD	515 %

HUVUDÄGARE (från Avanza 2016-09-04)	
Chris Reed	18,62 %
Unity Group	15,51 %
Aaghir Yadav	11,10 %
Laurent Vervier	5,66 %
Iona Global Ltd	4,73 %

LEDNING	
CEO	Jeremy Harbour
Styrelseordförande	Jeremy Harbour

Aktiekursutveckling



Value Drivers

Fortsatt förvärvande med stort procentuellt utslag på vinsten.

God lönsamhet och lågt rörelsekapitalbehov bådär för hög utdelning.

Substantiell marknadstillväxt för det digitala marknadsföringssegmentet.

Låg värdering om P/E 13,8 på 2016e.

Synergieffekter kommande året på både intäktsnivå och kostnadsmassa.

Content

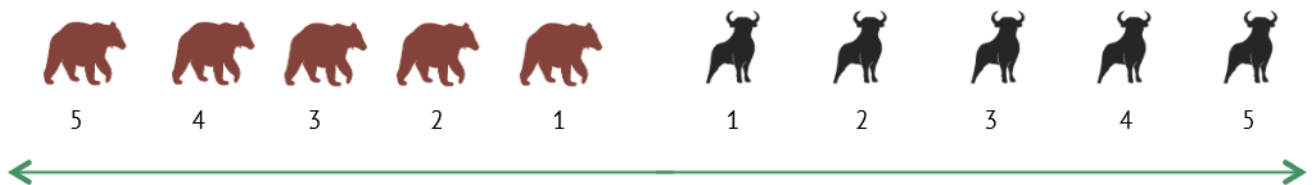
Investment Thesis	4
Comment Q2	5
Company Description	6
Market	7
Financial prognosis	8-9
Valuation	10-11
SWOT-analysis	12
Ratings	13
Technical Analysis	14
Appendix	15-18
Disclaimer	19

Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag att lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer och händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden, baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden, baserat på dess historik.

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång



Business Summary

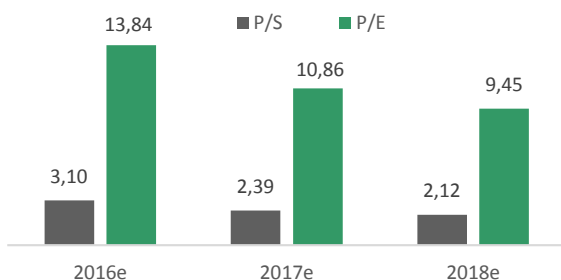
The Marketing Group är en marknadsföringsbyrå med säte i Storbritannien som erbjuder diverse olika marknadsföringstjänster genom olika självdrivna dotterbolag. Förvärven är lågt prissatta, trots egenskaper som god lönsamhet och tillväxt. Förvärven sker genom att emittera nya aktier, men då vinsten per aktie ökar på konsoliderad basis bedöms förvärvsmodellen vara värdedrivande.



Investment Thesis

P/E 13,8 på 2016e

Kraftig vinsttillväxt väntas under H2, till följd av betydande säsongsvariation, och bibehållen förvärvad tillväxt. Den befintliga verksamheten och tillkomna förvärv genomförda till nuvarande aktiekurs estimeras ha ett samlat nuvärde om 12,63 EUR, vilket indikerar en uppsida om 105 %. I takt med att aktiekursen stiger minskar även den relativa kapitalkostnaden vid förvärv, vilket ökar det implicerade nuvärdet från förvärv ytterligare. 2017 estimeras bli desto bättre, med en stor kompression av olika nyckeltal, till följd av ett större tidsfönster av förvärv.



Förvärv i högt tempo

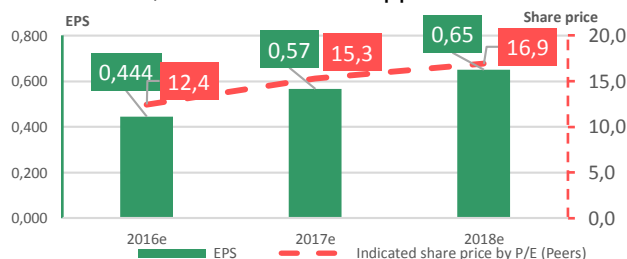
Huvudanledningen till att The Marketing Group har valt att noteras är för att underlätta processen att genomföra förvärv. Bolaget har en tydligt uttalad tillväxtstrategi där de avser att förvärva flertalet lönsamma, lågt värderade och skuldfria marknadsföringsbolag. Nyligen har Jeremy Harbour på Unity Group som hanterar The Marketing Group:s M&A annonserat att 38 tjänster ska tillsättas. Signalvärdet i detta är att förvärvstempot lär bestå för lång tid framöver.

Kvalitativa bolag sett till riskprofil

Antalet aktier har ökat med 117 % genom det senaste förvärvet Vodrum. Det medför en betydande utspädning, men samtidigt ökade EBITDA i H1 med 541 % y/y i den senaste halvårsrapporten. Samtidigt är omsättningen hos flertalet nyförvärv högre än hos de fyra ursprungliga portföljbolagen. Potentiella brister med agglomerationsmodellen där bolaget avser förvärva med egna aktier reduceras när förvärven utgörs av kvalitativa bolag med en prognosticerad genomsnittlig EBITDA-marginal om 25 % på 2016e.

Låg retention ratio med ROE 50 % på 2016e

The Marketing Group opererar med en hög lönsamhet sett till både vinstmarginal och ROE. Bolagets rörelsekapitalbehov är mycket lågt, och en prognosticerad organisk tillväxttakt om 15 % med en ROE om 50 %, implicerar en retention ratio om 30 %. Med en så pass hög lönsamhet och låg implicerad retention ratio kan bolaget generera goda kassaflöden till aktieägare, i form av utdelning. Skulle bolaget dela ut 60 % av 2017 års estimerade vinst skulle det motsvara en direktavkastning om 9,2 % på dagens aktiekurs justerat för prognosticerad aktietillväxt. En hög värdering utmärker många peers i branschen till följd av god kassagenerering och marknadstillväxt om 5 %. Skulle The Marketing Group handlas i paritet med ett genomsnittligt P/E på 2016e, jämfört med konkurrenter med snarlikt börsvärde, indikerar det en uppsida om 102 %.



Kompetent ledning

Dotterbolagens differentieringsstrategi i kombination med digital marknadsförings förhöjda marknadstillväxt gentemot sektorn i stort utgör en stark värde drivare för bolaget. Efter de senaste förvärven inryms exempelvis apputveckling och utbildningsmaterial till läkemedelsindustrin i verksamhetsbeskrivningen. Även om marknadsföringssektorn är konjunkturkänslig, då konsumentbolag kan vid behov minska den interna marknadsföringsbudgeten, bedöms tjänsterbjudandena hos The Marketing Group vara konkurrenskraftiga, vilket reducerar den operativa risken. Eftersom insiders sitter på över 80 % av det totala antalet aktier finns dessutom starka ekonomiska incitament hos de anställda att skapa aktieägarvärde. Dock finns det risk att insiders säljer aktier - när det oftast ettåriga lock-up avtalet utgår - vilket kan avge ett negativt signalvärde kring de långsiktiga aktievärde drivarna i bolaget. Andelen lock-up som utgår minskas dock procentuellt då antalet aktier ökar i samband med förvärven.

Comment Q2

AG-view

Pro-forma ökade omsättningen respektive EBITDA med 751 % och 541 % y/y, samtidigt som antalet aktier har ökat enbart med 104 % (per halvårsrapport). H1 tenderar att vara ett svagare halvår till följd av säsongsfuktuationer. The Marketing Group har guidat positivt för flerparten dotterbolag framöver. Kassalikviditeten uppgick till 205 % i utgående balans. Den organiska bruttovinsten ökade med 16,6 % y/y på halvårsbasis men förhöjda personalkostnader som bedöms vara temporära till sin karaktär drog ned rörelseresultatet.



3

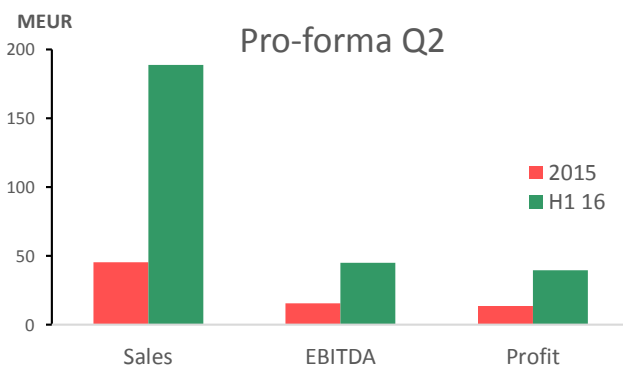
Pro-forma omsättning respektive EBITDA ökade 751 % och 541 % y/y.

The Marketing Group har förvärvat i en imponerande takt få förutsåg på förhand. Antal aktier har emellertid enbart ökat med 104 % under samma period (117 % med Vodrum inräknat). De mindre bolagen, Digital Virtue och VOQS förvärvades, till tre gånger årsvinsten och fler likartade värderingsmultiplar sänker kapitalkostnaden vid förvärv, vilket därmed ökar nuvärdet av förvärvets framtida kassaflöden.

Organisk tillväxt

Den organiska tillväxten var 8,6 % hos de ursprungliga dotterbolagen medan bruttovinsten ökade med 16,6 % y/y på halvårsbasis. Resultaträkningen är inte utformad som ett tjänsteföretag och omkostnader såsom personalkostnader och administration är betydande i sammanhanget, vilket medför att bruttomarginalen är något missvisande.

Den organiska tillväxttakten estimeras vara uthållig på längre sikt och kan öka i takt med att The Marketing Group erhåller större kontraktförslag av kunder då dotterbolagen innan konsolidering bedömdes sakna kritisk massa. Ledningen har även påtalat att det finns hämtbara kostnadssynergier framgent. De förvärvade bolag som upplever en önskan om att lägga ut en del av kostnadsmassan till The Marketing Group kommer tilldelas möjlighet i närtid.



Unity Group har haft minoritetsägande i vissa av bolagen som förvärvas. Detta medför en intressekonflikt då aktieägare i det förvärvade bolaget vill sälja till så högt pris medan aktieägare i The Marketing Group vill köpa till så lågt pris som möjligt. Sannolikt är kompatibiliteten mellan förvärvade bolag och TMG god, just för att styrelsen har interagerat med det förvärvade bolaget vid tidigare tillfällen, men marknadens riskpremie lär öka utifall en trend kan uttydas.

Det kan dessutom uppstå intressekonflikter mellan Unity Group och dotterbolagen i samband med förvärv. Ett tänkbart scenario är om TMG avser förvärva ett konkurrerande bolag till ett befintligt dotterbolag. Totalnyttan för The Marketing Group ökar genom förvärvet, men det måste finnas mekanismer som skyddar individuella bolags egenintressen i enskilda frågor. Unity Group ämnar lägga ned sina röster i upplevda intressekonflikter; ändock är det diffust kring vilket inflytande mindre förvärv innehar i koncensamtal.

Motivera nyckelpersonal en viktig grundsten.

De bolag som önskar att bedriva verksamheten i samma manér som tidigare kommer få göra det, även inom The Marketing Group. Således behålls självbestämmanderätten hos dotterbolagen. En platt organisation är troligtvis en av de viktigare incitamenten för att nyckelpersoner inom dotterbolagen ska stanna på längre sikt. Styrelseordförande Jeremy Harbour har bland annat nämnt prestationsbaserade personaloptioner som ett långsiktigt incitament, alla diskussioner och förslag i syfte att öka det långsiktiga aktieägarvärdet betraktas enkom positivt.

Company Description

AG-view

Bolaget är verksamt i marknadsföringsbranschen som växer på helhetsbasis med en CAGR om 5 %. Till följd av konglomeratet av bolag kan The Marketing Group använda en differentieringsstrategi; varje dotterbolag kan utnyttja förhandlingsstyrkan i egenskap av ett nischat bolag. Detta står i kontrast till de större marknadsaktörernas mer allmängiltiga tjänsterbjudande.



3

Differentieringsstrategi

Dotterbolagen använder sig av en konkurrens-
mässig differentieringsstrategi där de inriktar sig
mot specifika expertisområden. Detta föranleder
en väldigt hög prisförhandlingsstyrka gentemot
kunden och en lönsamhetsnivå som är sällsynt i
marknadsföringsbranschen. Det finns en skönj-
bar heterogenitet i konglomeratet, både sett till
dotterbolagens affärsmodeller och geografi.

Följdeffekten av att dotterbolagen har olika
exponering mot olika delar av marknadsförings-
sektorn innebär en okänslighet mot isolerade
sektorförsvagningar, till exempel trendskiten.
Konjunktürkänsligheten bör på konsoliderad bas-
is även sjunka till följd av ytterligare förvärv, i stil
med Skye Multimedia som levererar utbildnings-
material till läkemedelssektorn.

Stordriftsfördel i konsolidering

En stordriftsfördel, kopplat till konsolidering av
flertalet mindre marknadsföringsbyråer, är att
kunna teckna avtal som uteslutande förläggs hos
större marknadsaktörer, med en internationell
närvaro och en, av kunden upplevd, kritisk
massa. Det är sannolikt att verksamheterna kan
öka omsättningen via The Marketing Group,
genom att få tillgång till kundkontrakt som de på
egen hand inte var berättigade till tidigare. Även
på kostnadsmassan finns det synergieffekter i
form av finansiell och operativ rådgivning, mellan
bolagen samt mellan bolagen och Unity Group.

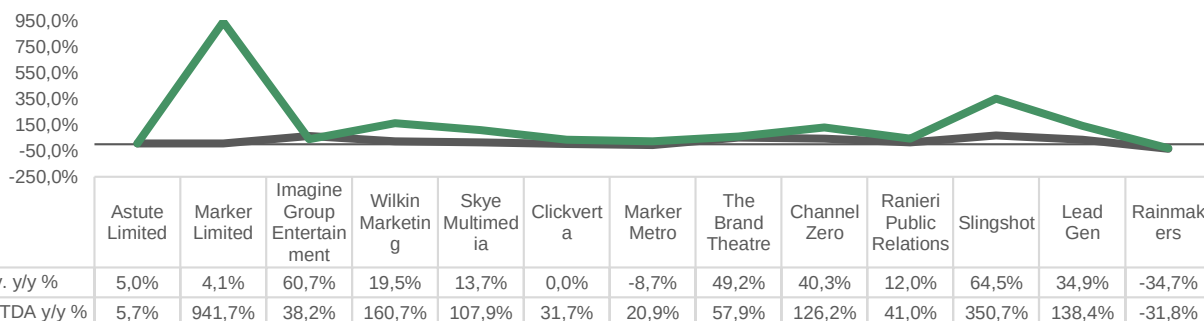
Horisontell organisationsstruktur

Kännetecknande för merparten av dotterbolagen
är en utpräglad entreprenörsanda. Marknads-
föringsbranschen är relativt prestigelös, och
nytänkande är en branschdygd som premieras.
En av nycklarna är att låta de operativa dotter-
bolagscheferna - som tidigare nämnt - få fortsätta
driva verksamheten i samma regi som tidigare,
utan för mycket vertikala ingripanden, men
samtidigt åtnjuta de stordriftsfördelar som The
Marketing Group för med sig.

Kraftigt växande nyförvärv

De företag som spås växa sin omsättning mest
under 2016 är i fallande ordning Slingshot,
Imagine Group och The Brand Theatre. De ny-
förvärv som väntas öka sin EBITDA mest under
2016 är Marker Limited, Slingshot och Wilkin
Marketing. Rainmakers omsättning och EBITDA
spås minska med 30 % för helåret 2016 men
2015 års resultatnivå ska betraktas som ett
rekordår till följd av ett valår. I vilket fall över-
kompenseras denna negativa tillväxt upp av
Lead Generating Company då bägge bolagen till-
hör gruppförvärvet WBB Group.

Estimaten nedan pekar på att omsättnings-
tillväxten för de nyförvärvade bolagen ex VOQS
och Digital Virtue spås bli 10 % medan EBITDA-
tillväxten estimeras bli 51 %. Även om prislappen
sett till P/S varit marginellt högre jämfört med vad
som prognosticerades i den föregående analys-
en uppvägs detta av många bolags intressanta
tillväxtprofiler.



Market

AG-view

Marknadsföringssektorn binder lite investerat kapital såväl som rörelsekapital och marknaden för digital marknadsföring växer 7 procentenheter snabbare än marknadsföringssektorn gör på övergripande basis. Förutom en påtaglig marknadsstillväxt påvisar digitaliseringen möjligheter att ta marknadsandelar från andra aktörer med mer triviala tjänsteerbjudanden.

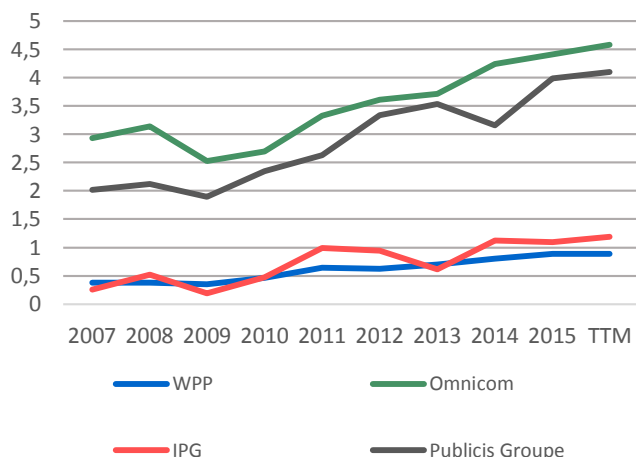


4

Växande marknad

Revisionsbyrån PwC menar att de marknadsaktörer som innehar en nisch mot digitalisering kommer växa snabbare än traditionella marknadsföringsaktörer. Marknadsföring via internet bedöms bli större sett till omsättning än marknadsföring via TV år 2019, till följd av en CAGR om 12 %. Den typiska branschtillväxten för marknadsföringssektorn i sin helhet är enligt flera bedömare cirka 5 %. De större marknadsaktörernas vinststillväxt per aktie de senaste nio åren understödjer den tes om en föreliggande marknadsstillväxt i marknadsföringssektorn.

EPS



Större aktörer med generiska tjänsteerbjudanden – marknadsandelar att ta?

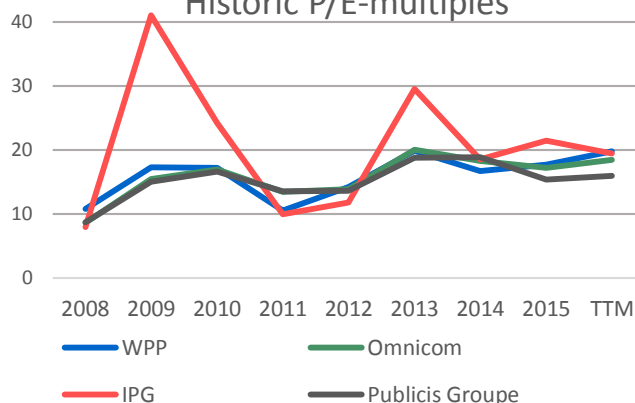
Till följd av en lägre fast kostnads massa kan mindre aktörer anpassa sig bättre då marknadsföringsbranschen är trendkänslig. Enkäter som The Marketing Group citerar visar att många aktörer har låg tilltro till sina befintliga marknadsföringsbyråer och många är beredda att utöka antalet marknadsföringsbyråer i syfte att erhålla spetskompetens inom digital marknadsföring. Dentsu och WPP är relativt stora utanför Europa och USA medan större delen av omsättningen hos Omnicom, Publicis och IPG härrör från USA. Då TMG ämnar vara ett globalt konglomerat kan alla ovan nämnda betraktas som konkurrenter.

Både lönsamheten sett till rörelsemarginal och omsättningstillväxten hos dessa större marknadsföringsbyråer är väsentligt lägre jämfört med vad The Marketing Group presterat hittills. Många bedömare menar att digitaliseringen består av tre faser där samhället ännu inte inlett den tredje. Digitaliseringen estimeras därför bli en värde drivare av både kortsiktig och långsiktig karaktär för The Marketing Group och lär underlätta konkurrenssituationen framöver för The Marketing Group. Konkurrenterna förefaller vara normalvärderade med ett genomsnittligt P/E om 19 (TTM) vilket påvisar att marknaden inte har alltför höga förhoppningar om ett enskilt bolags tillväxtutsikter.

Marknaden uppgår till 530 mdEUR

Marknaden uppgick enligt bedömare till cirka 530 mdEUR 2014. Förutom att marknadsstillväxten på övergripande basis uppgår till 5 % kan en ökad marknadsandel vara en tillväxt drivare för bolaget. Den troligtvis största fördelen med att operera på en global massmarknad, förutom att en ökad marknadspenetration som medför en anseelig omsättningsökning, är att marknaden för potentiella förvärv är mycket god.

Historic P/E-multiples



Financial forecast

AG-view

En sakta avtagande förvärvsfrekvens prognosticeras framgent, vilket ger ett EPS-tillägg om cirka 0,10 på 2016 års estimerade organiska resultat. Sannolikt är estimaten alltför konservativa och kan komma att upprevideras men i dagsläget bedöms historiska förvärvsmultiplar och bolagsstorlekar representativa för framtidens förvärv.



4

Markant säsongsvariation

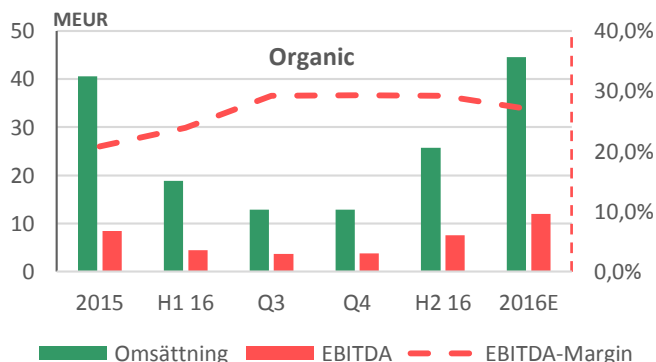
H1 2016 var svagare på bottom-line än motsvarande period 2015, emellertid är det känt att det andra halvåret tenderar att vara säsongsmässigt starkare för flertalet dotterbolag vilket också reflekteras i The Marketing Groups egna estimat för det andra halvåret.

P/E 18 på 2016e:s organiska resultat

I prognosmodellen för 2016 har historiska säsongsfuktuationer använts och utmynnat i en vinstmarginal om 24 % för helåret 2016, vilket ger ett P/E om 18 på årets estimerade organiska resultat. Estimatet om en organisk EPS om 0,34 är i linje med ledningens prognosticerade EPS om 0,355.

Även med de nya förvärven tycks skattekostnaden kvarstanna runt 9 % av rörelse-resultatet och lågt rörelsekapitalbehov innebär låga avskrivningar. På lång sikt är det svårt att sia om den internationella, normaliserade skattekostnaden då den tycks ständigt sjunka.

Ett framtida orosmoln kan vara den ökande andelen goodwill i balansräkningen. Skulle nyckelpersoner i dotterbolag som förorsakat goodwill bestämma sig för att lämna föreligger det resultatmässig nedskrivningsrisk. Detta skulle påverka resultatet negativt men i dagsläget finns inga indikationer på en föreliggande nedskrivningsrisk.



Svår balansgång mellan låg värdering och agglomerationsmodellen.

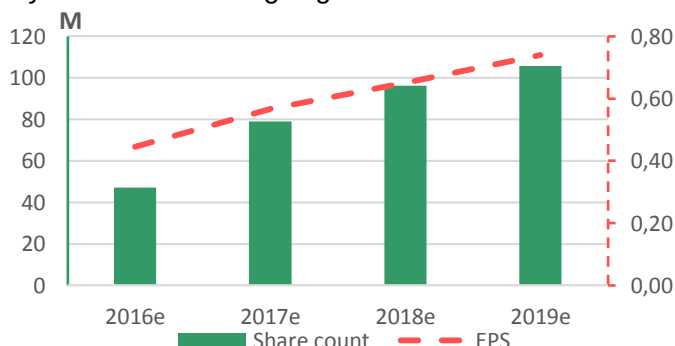
Som investerare är en preferens om låg värdering i investeringsobjekt allmän kännedom. I The Marketing Groups fall finns det två motstående komponenter. Ju lägre värderat den organiska verksamheten är, desto högre uppsida är indikerad. Samtidigt urholkas agglomerationsmodellen i takt med att värderingen sjunker.

Förvärvat 40 MEUR på 2 månader

Bolaget har förvärvat för nästan 40 MEUR i omsättning de senaste två månaderna; ofta sker förvärven i perioder. Samma förvärvstakt året ut är troligt och utgör ett av antagandena i base-case.

EPS 0,44 på 2016e

I estimaten för 2016 har dels en organisk EPS om 0,34 medräknats och en förvärvsdriven tillväxt som väntas bidra med hög vinsttillväxt för återstående månader i 2016 men till en kostnad av drygt 16 miljoner nya aktier. Vinsten per aktie ökar snabbare än nyemitteringen av aktier, men nuvärdet av kassaflöden bedöms i absoluta termer. Sannolikheten för ett positivt nuvärde ökar dock ju större kvoten är mellan vinsttillväxt och aktietillväxt. Det finns också en dold förvärvskostnad i form av minoritetsägaren Unity Group som ådrar sig M&A-relaterade kostnader externt i utbyte mot värdestegring i aktien, men de kostnaderna är dels svårbedömda samt ej av betydande storlek i dagsläget.



Financial Forecast

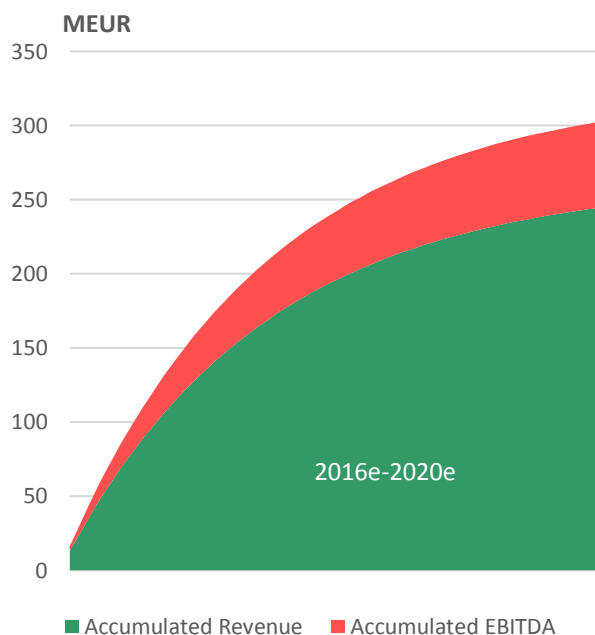
Agglomerations-modellen

I antaganden om framtida tillväxt från förvärv anses en avtagande förvärvsfrekvens vara en parameter för åstadkomma ett konservativt estimat.

Det bottnar främst i att antalet urval av potentiella förvärv är teoretiskt begränsad. The Marketing Group söker inledningsvis efter de förvärv som kan generera högst EVA. I takt med att urvalet minskar i antal kommer EVA att sjunka, vilket gradvis minskar incitamentet att förvärva då alternativkostnaden ökar. Det sista bolaget som förvärvas är teoretiskt det bolag vars marginalnytta marginellt överstiger kostnaderna associerade med förvärv.

Även om resonemanget är av teoretisk karaktär hade en annorlunda ackumulerad förvärvskurva genererat resultat utan stöd av ett logiskt teoretiskt ramverk.

Exakt hur mycket marginalnyttan minskar per förvärv eller per tidsenhet samt vilka absoluta tal i form av omsättning eller EBITDA som ska användas är dock svårprognosticerat. Marknadsföringsbranschen omsätter dock cirka 530 mdEUR årligen, medan den ackumulerade förvärvsomsättningen i utgående balans för 2020e uppgår till drygt 200 MEUR. Sannolikt är antagandet om en avtagande förvärvsfrekvens om -5 % per månad alltför konservativt.



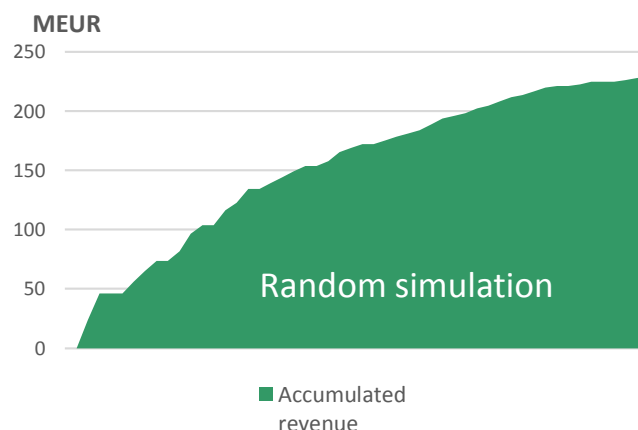
Periodvisa förvärv till följd av varierande EVA

Teoretiska ramverk överensstämmer inte alltid med verkligheten. Då aktiemarknaden är volatil och det endast finns ett fåtal datapunkter för historisk förvärvssumma per månad blir standardavvikelsen hög vilket sänker den statistiska tillförlitligheten.

Tilltro till management är därmed en viktig parameter för ökad EVA genom agglomerationsmodellen. EVA ökar när den relativa kapitalkostnaden sjunker (utspädningen). Även om nuvärdet av framtida förvärv är positivt redan vid dagens aktiekurs kan ledningen genom att förvärva periodvis när aktien är överhettad skapa ett högre EVA än vid aktiekurser då nyemitteringen av aktier hade varit större.

Givet detta lär förvärvsfrekvensen vara volatil framöver, och när ett tomrum av nyhetsflöde uppstår kan investerare tvivla på managements förmåga. Detta skapar en negativ spiral där värderingen sjunker vilket är kontraproduktivt då det ligger i investerarens egenintresse att bibehålla en hög värdering vid konsolidering av lägre förvärvsmultiplar.

Även om det är sunt att belägga ledningen med en bevisbörda som reflekteras i värderingen estimeras ändå kraftig vinsttillväxt i kvartalen framöver för de befintliga dotterbolagen och fortsatt värdedrivande förvärv, trots en något tillbakadragen aktiekurs. I takt med att ledningen bevisar att bolaget kan skapa värde med agglomerationsmodellen även när aktien är lågt värderad samt uppvisa goda operativa resultat kommer marknadsens riskpremie att minska, vilket i sin tur frambringar en multiplexpansion.



Valuation

AG-view

The Marketing Group är lågt värderat sett till peers. Genomgående för de flesta bolag inom marknadsföringssektorn är något förhöjda värderingsmultiplar jämfört med börsen som helhet, till följd av god kassagenerering och påtaglig marknadstillväxt. En multipelanalys påvisar en indikerad uppsida om 129 % sett till EPS på 2016e.



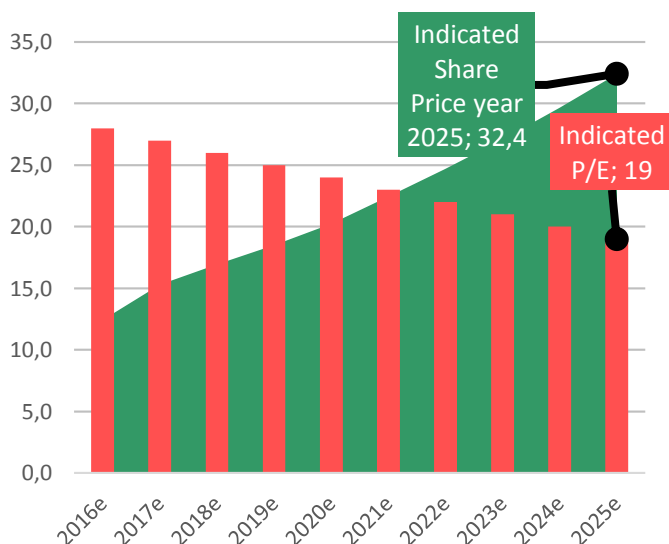
4

Multipelanalys av P/E

En lämplig multipelanalys av P/E-talet är att i tillväxtfasen använda det genomsnittliga P/E-talet hos konkurrenter med korresponderande börsvärde. Lönsamheten är betydligt högre i TMG:s fall vilket leder till en lägre implikerad skuld-kostnad, vilket sänker den genomsnittliga kapital-kostnaden. Således går det att argumentera för att The Marketing Group ska handlas till en premie, givet bolagets goda lönsamhet och höga prognosticerade omsättningstillväxt om 15 % per år.

En vägd varukorg används dock som P/E-referens, då P/E-talet ändå är högt. På sikt används det genomsnittliga P/E-talet om 18 de senaste fem åren för Omnicom, WPP, IPG och Publicis Groupe. P/E-talet reflekterar vad The Marketing Group bör värderas till när bolagsstorleken har ökat samt befinner sig i mogen fas. Det medför att det indikerade P/E-talet fasas ut på årlig basis, men eftersom vinststillväxten är högre än multipelkontraktionen så ökar den implikerade aktiekursen likväl.

Sett till denna värderingsmetod indikeras en uppsida om 102,4 % på 2016 års estimerade resultat om en EPS om 0,44. Utfall den indikerade aktiekursen om 12,4 uppnås estimeras aktiekursen att öka med en CAGR om 16 % per år fram till 2025e.



Bolagsnamn	Market Cap (\$Mil)	ROA (%)	ROE (%)	P/E (TTM)	EV/EBITDA	5y EBITDA %
ad pepper media International NV	51,38	2,6	4,85	63,25	20,01	35,326
ADL Partner	45,11	4,31	15,02	16,57	4,59	-5,9
APG SGA SA	1256,37	29,78	57,6	17,04	14,81	5,1
Cairo						
Communication SpA	318,38	6,07	9,22	28,57	10,83	-12,2
High Co	107,67	3,29	9,39	17,15	5,39	3,8%
Hopscotch Groupe SA	22,84	0,8	4,44	31,04	8,79	-9,5
M&C Saatchi PLC	244,32	3,74	17,89	39,56	13,98	-5,9
Mission Marketing Group (The) PLC	30,28	3,48	5,61	7,4	5,53	3,3
Next Fifteen Communications Group PLC	225,73	3,72	9,02	52,17	19,59	4,3
SpaceandPeople PLC	7,41	5,38	8,62	9,5	4,45	5,644
Stroeer SE & Co KGaA	2222,65	5,23	13,79	33,91	12,43	-4,7
Tarsus Group PLC	262,19	7,31	48,18	18,2	11,73	6,9
Medelvärde	399,53	6,3	16,96	27,86	11	1,86

DCF Valuation

AG-view

DCF visar en betydande uppsida för The Marketing Group, även om framtida förvärv nuvärden är svårvärderade. Förvärvsmodellen bedöms leverera aktieägarvärde över tid även när aktiekursen är pressad, och det indikerade värdet av förvärvsmodellen ökar i takt med att den relativa kapitalkostnaden i form av utspädning sjunker.



4

Tre-steps DCF-modell: 105 % indikerad uppsida

En tresteps DCF-modell har använts som består av en tillväxtfas om 10 år, en stabil fas om 10 år och en avslutande fas om 10 år. Några antaganden är att CAPEX motsvarar avskrivningarna och rörelsekapitalet ökar i linje med den estimerade tillväxttakten, då lite information delges av balansräkningen i dagsläget. Ett annat antagande är att kassaflödena från den befintliga verksamheten och från prognosticerade förvärv bör hållas åtskilda i syfte att delge en bild av vad den indikerade uppsidan består av, samt inmata ifall motiverat olika antaganden. Då förvärven hitintills betraktas vara av likvärdig kvalitet som de ursprungliga bolagen upplevs inget sådant motiv.

Den mest känsliga variabeln utöver diskonteringsräntan är tillväxtfasen och antagandena i denna fas. En förändrad tillväxttakt i den mogna eller terminala fasen avger en marginell förändring på nuvärdet.

12,63 EUR är modellens indikerade nuvärde. 7,1 härrör från den befintliga verksamheten medan 5,57 härstammar från prognosticerade förvärv. Det bör noteras att nuvärdet av förvärven är en funktion av aktiekursen som stiger till följd av ett lägre prognosticerat aktieantal i utgående balans.

Summary DCF (page 16-17)

NPV per share	7,1
Acquisition NPV	5,57
Total NPV	12,63
Indicated upside	105%

CF Organic	Input
Growth-stage growth	15%
Steady-state growth	10%
Terminal growth	2%
Long-term EBITDA-margin	27%
Discount rate	14%
	Output
Growth Stage NPV	99,8
Steady State NPV	85,7
Terminal NPV	34,9
Total NPV	220,5

Tillväxtfas: 15 % årlig omsättningstillväxt

I tillväxtfasen bedöms konkurrensmässiga differentieringsfördelar vara en av nycklarna till fortsatt organisk tillväxt. Marknaden för digital marknadsföring som bedöms växa i en likartad takt vilket understödjer tillväxttakten. Sannolikt kan omsättningstillväxten bli betydligt högre än 15 %, i ljuset av potentiella intäktssynergier.

Steady-state growth: 10 % omsättningstillväxt

Digitaliseringen bedöms vara en mer långsiktig värdedrivare för bolaget än i enbart de närmsta tio åren. Många bedömare pekar på att digitaliseringen är en förändringsprocess som precis inletts.

Terminal Growth: 2 %

Istället för ett oändlighetsvärde diskonteras totalt 30 år av framtida kassaflöden varav de 10 sista med en tillväxt i linje med den historiska, reala BNP-utvecklingen.

Långsiktig EBITDA-marginal: 27 %

Nuvarande verksamhets prognosticerade EBITDA-resultat på 2016e motsvarar en EBITDA-marginal om 27 %. Ledningen har påtalat att det finns ännu större uppsida på marginalerna och synergier kan uppstå så tidigt som 6-12 månader efter avtalad outsourcing. Affärsmodellerna har fungerat över långa tidsperioder och en ökad verktygslåda för att öka intäkterna eller lägga ut kostnadsenheter bör allt annat lika förbättra marginalerna, men 27 % får ändå betraktas som högt och behålls som riktmarke.

CF from Acquisitions	Input
Growth-stage growth	15%
Steady-state growth	10%
Terminal growth	2%
Long-term EBITDA-margin	27%
Discount rate	14%
	Output
Growth Stage NPV	350,92
Steady State NPV	344,91
Terminal NPV	166,68
NPV post Cost of capital	616,74

SWOT

Strengths

- Självbestämmanderätt hos varje dotterbolag, med möjlighet att delta i kostnadseffektiviseringar genom koncernen.
- God prisförhandlingsstyrka gentemot kunder till följd av spetskompetens inom digital marknadsföring.
- Motiverade nyckelpersoner med goda operativa track-records.
- Unity Group har ett stort operativt inflytande vilket leder till snabba och okomplicerade förvärvsprocesser.
- 360-aktör där The Marketing Group på konsoliderad basis erbjuder allt som kunden kan tänkas efterfråga inom digital marknadsföring.

Opportunities

- Förvärv av ytterligare lönsamma bolag kan öka koncernens storlek och kundomfång.
- Utnyttja den kompetens och det kontaktnätverk som återfinns i koncernen i syfte att öka det egna dotterbolagets försäljning, till exempel korsförsäljning.
- Kostnadssynergier kan medföra att EBITDA-marginalen förstärks inom 6-12 månader efter annonserad outsourcing.
- I egenskap av ett börsnoterat företag kunna knyta till sig kunder som avser endast interagera med börsnoterade marknadsföringsbyråer.

Weaknesses

- Förvärvsstrategin försvagas ju lägre värderat det egna bolaget är, en extern variabel som är till stor del utom ledningens kontroll.
- Stor del av kundbasen utgörs av konsumentbolag vilket medför en viss konjunkturkänslighet.
- Hög omsättning per anställd vilket påvisar ett beroende av nyckelpersoner inom varje dotterbolag.
- Unity Group har ett stort inflytande inom koncernen trots att de främst ägnar sig åt M&A och inte bolagets kärnverksamhet (marknadsföring).

Threats

- En alltför hög heterogenitet inom koncernen kan innebära att samhörighetskänslan försvagas.
- Tilltagande konkurrens inom segmentet för digital marknadsföring vilket kan medföra en lägre prisförhandlingsstyrka.
- För stark tendens till majoritetsbestämmande inom koncernen med varierande nytta hos dotterbolagen där de med lägst väljer att dra sig ur The Marketing Group.
- En skattekostnad om 9-10 % av rörelseresultatet är förhållandevis lågt och lämnar lite opportunitet för lägre skattekostnader framöver.

CEO-Interview

• How is the outlook for acquisitions for the remainder of the year?

Much stronger than ever, we are being approached by companies wanting to join every day, and we are confident we can maintain the pace of acquisitions at least until the end of the year.

• What actions do you plan or have implemented in order to incentivize employees to create shareholder value over the long term?

In the EGM in June we got shareholder approval to pay over performance bonuses to company directors in the subsidiaries in additional shares. This has already got the founders of the companies working hard to find synergies between each other that will enhance these bonuses, additionally all staff members down to the cleaners have been given stock, but each company can choose the terms they attach to receiving those shares.

In what aspects will The Marketing Group through the conglomerate model enable current companies and upcoming acquisitions to prosper more operatively speaking in the forthcoming years?

The fact that we retain all of the key talent (unlike a traditional roll up) and that they are all fully vested with shares, creates a strongly incentivized air of cooperation between the companies. It also creates the mutual respect of working with fellow entrepreneurs who have built their own businesses rather than the usual career management that they would work with in a typical large organisation. This entrepreneurial environment should create strong organic performance.

• Many of the companies in The Marketing Group are associated with high profitability in comparison to international peers. Do you believe these profitability levels are sustainable over the long run? Could they perhaps increase in the light of potential income and cost synergies?

Smaller more dynamic businesses tend to have better profit profiles than highly centralised organisations with layers of management and bureaucracy, and this could well be enhanced through synergies, but we think that overall operating margins may get smaller as we acquire larger companies. Of course the overall profit will continue to grow strongly.

• There has been recent market concerns involving related party transactions. How can a smaller company or any individual company within The Marketing Group protect its self interest in corporate group matters?

The model that we have means that we keep all the M&A costs out of TMG and that makes us scale very fast, the companies we buy are all approved by the founders and then the acquisition is voted on by the board excluding the conflicted parties, so this governance ensures that interests of all shareholders are taken equally seriously, the connected parties are also fully vested and locked up for 12 months, so that all the goals are aligned. We will also regularly go back to seek further shareholder approval for this model, to ensure we take everyone with us.

Jeremy Harbour, 2016-09-01

Rating

 3	Value Drivers	The Marketing Group växer kraftigt och bolaget är undervärderat gentemot peers sett till P/E på 2016e. Förvärvstakten består fortsatt med gradvis avtagande frekvens de kommande fem åren, men likt förra analysen är upprevideringar troligt till följd av försiktiga antaganden.
 3	Quality of Earnings	Varje dotterbolag inom koncernen är lönsamt och EBITDA-marginalen är i genomsnitt 19 % vilket är högt jämfört med sektorn i sin helhet. The Marketing Group förvärvar endast lönsamma bolag med låga rörelsekapitalbehov vilket medför att EBITDA enkelt omvandlas till goda kassaflöden.
 3	Risk Profile	Bolaget är konjunkturkänsligt och det finns även operativ risk i form av ett betydande nyckelpersonalberoende. Aktiens svängar förstärks när sannolikheten för förvärv ökar vid höga aktiekurser och minskar vid låga, vilket kan medföra en volatil aktiekurs.
 4	Quality of Management	Bakom dotterbolagen står kompetenta företagsledare med många förekommande framgångshistorier. Förvärvsmodellen är beroende av tillit till management och Jeremy Harbour har förvärvat spännande bolag och förvärvat betydligt högre omsättning än vad som förutsågs i förra analysen.
 3	Overall view	The Marketing Group handlas till P/E 13,8 på 2016e. Bolaget är lönsamt, har god kassagenerering till följd av lågt rörelsekapitalbehov vilket kan leda till höga utdelningar längre fram i tiden. Även om både operativa och konjunktorella risker existerar estimeras den nuvarande marknadsskeptisen vara temporär till följd av antalet värde drivare och trigger framgent.

Technical Analysis *(Carl Becht)*



"The Marketing Group Svag sekundärtrend men kraftigt översåld"

The Marketing Group har handlats i en kraftigt positiv primärtrend. På senare tid har aktien fallit tillbaka och aktien har brutit tidigare utbrottsnivåer vilket skulle agerat som teoretiska stöd för aktien. Den senaste dagen dock har aktien vänt uppåt och stängt på dagshögsta utan en svans på ovensidan vilket indikerar att köparna är dominanta i orderboken och då just dessa candlesticks förekommer sällan kan det indikera ett kortsiktigt trendomslag.

I dagsläget uppvisar aktien en svag sekundärtrend medan den primära trenden är fortsatt positiv. Momentum har avtagit kraftigt på senare tid samtidigt som RSI visar ett neutralt värde om 49. RSI kan dock snarare vara en kontraindikator i trendintensiva bolag som The Marketing Group. Aktien stängde ovanför MA50 som befinner sig vid 5,7 EUR och kan agera stödlinje för en tight stop-loss. I närtid bedöms MA20 vara ett kraftigt motstånd för aktien.

Hur trendbilden ser ut på kortare sikt är tvekydigt. Aktien tycks emellertid inte kunna stänga nedanför den sekundära trendkanalens golv vilket hade förstärkt den nedåtgående trendbilden. Signallinjen i MACD befinner sig fortsatt över nollinjen och är välpositionerad för en hook på uppsidan i närtid ifall momentum återvänder till aktien. Ett något avtagande negativt momentum i kombination med ett neutralt RSI utgör tillsammans med starka stödlinjer vid 5,7 EUR en intressant teknisk ingångskurs. En något mer långsiktig stop-loss kan förslagsvis läggas under stödnivån 4,5 EUR då investerare bör ha i åtanke att aktien är väldigt volatil även i intradagsrörelser.

Aktien var överhettad tidigare vilket ledde till en befogad teknisk nedåttrekyl men trenden är fortsatt positiv på lång sikt. En bullish köpsignal hade varit om aktien framgångsrikt stängde ovanför MA20 med volymbekräftelse. Primärtrenden försvagas kraftigt i takt med att aktien sjunker men måste ändå bedömas vara positiv då aktiekursen stigit procentuellt sett kraftigt sedan börsintroduktionen.

Vi är övervägande tekniskt positiva på kort sikt och fortsatt tekniskt positiva på lång sikt.

Aktuell kurs
➤ 6,15 EUR

RSI (14)
➤ 49

Trading Range
➤ 5.05 / 9.3 EUR

Stöd/Motstånd
➤ 5,7 / 9,3 EUR

Stop-loss
➤ 5,6 EUR

Teknisk syn kort sikt
➤ Positiv

Teknisk syn lång sikt
➤ Positiv

Appendix

Consolidated Income Statement	2016e	2017e	2018e
Revenue	93	203	279
EBITDA	24	51	71
Depreciation	1	1	2
EBIT	23	49	69
Tax	2	4	6
Earnings	21	45	63
EPS	0,444	0,566	0,651
Potential Dividends (Static book value growth)	2016e	2017e	2018e
ROE	49,8%	37,7%	31,5%
Growth	15%	15%	15%
Indicated Retention Rate	30,1%	39,8%	47,5%
Indicated pay-out ratio	69,9%	60,2%	52,5%
Indicated yield	7,23%	9,21%	10,58%
P/B	6,89	4,09	2,98
Multiples	2016e	2017e	2018e
P/S	3,10	2,39	2,12
EV/EBITDA	11,51	8,39	7,24
EV/EBIT	11,82	8,62	7,43
P/E	13,84	10,86	9,45

DCF three-stage model (Organic)

Growth-Stage (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	44,6	51,3	58,9	67,8	78,0	89,6	103,1	118,6	136,3	156,8
Growth y/y	0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBITDA	12,0	13,8	15,9	18,3	21,0	24,2	27,8	32,0	36,8	42,3
EBITDA-margin	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Depreciation	0,31	0,36	0,41	0,47	0,54	0,62	0,72	0,82	0,95	1,09
EBIT	12	13	16	18	21	24	27	31	36	41
Tax	1	1	1	2	2	2	2	3	3	4
NOPAT	11	12	14	16	19	21	25	28	33	38
FCFE (NOPAT less Capex)	11	13	14	17	19	22	25	29	33	38
Discount Rate	14%	30%	48%	69%	93%	119%	150%	185%	225%	271%
NPV	9,59	9,68	9,76	9,85	9,94	10,02	10,11	10,20	10,29	10,38
Steady-state	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT	42,3	46,6	51,2	56,3	62,0	68,2	75,0	82,5	90,7	99,8
Steady-state growth	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Discount Rate	323%	382%	449%	526%	614%	714%	828%	958%	1106%	1274%
NPV	10,0	9,7	9,3	9,0	8,7	8,4	8,1	7,8	7,5	7,3
Terminal Stage	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
NOPAT	101,8	103,8	105,9	108,0	110,2	112,4	114,6	116,9	119,3	121,7
Terminal Growth	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Discount Rate	1467%	1686%	1936%	2221%	2546%	2917%	3339%	3820%	4369%	4995%
NPV	6,5	5,8	5,2	4,7	4,2	3,7	3,3	3,0	2,7	2,4

DCF three-stage model (Acquisitions)

Growth-Stage (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Revenue	49	152	220	271	314	361	415	477	548	631
Growth y/y	0,0%	211,8%	45,0%	23,0%	15,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBITDA	12	37	55	70	84	97	112	129	148	170
EBITDA-margin Acq.	24%	24%	25%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Depreciation	0,3	1,0	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	3,0	3,5	4,0
EBIT	11	36	53	68	82	95	109	126	145	166
Tax	1	3	5	6	7	9	10	11	13	15
NOPAT	10	32	49	62	75	87	99	114	132	151
FCFE (NOPAT less Capex)	10,5	33,3	49,8	63,5	76,4	88,5	101,8	117,1	134,6	154,8
Discount Rate	14,0%	30,0%	48,2%	68,9%	92,5%	119,5%	150,2%	185,3%	225,2%	270,7%
NPV	9	26	34	38	40	40	41	41	41	42
Steady-state	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032	2 033	2 034	2 035
FCFE	170	187	206	227	249	274	302	332	365	402
Steady-state growth	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Discount Rate	323%	382%	449%	526%	614%	714%	828%	958%	1106%	1274%
NPV	40	39	38	36	35	34	33	31	30	29
Terminal Stage	2 036	2 037	2 038	2 039	2 040	2 041	2 042	2 043	2 044	2 045
NOPAT	410	418	426	435	443	452	461	470	480	489
Terminal Growth	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Discount Rate	1466,8%	1686,1%	1936,2%	2221,2%	2546,2%	2916,7%	3339,0%	3820,4%	4369,3%	4995,0%
NPV	26	23	21	19	17	15	13	12	11	10

Förvärvsmatriser

Antaganden om förvärvsmultiplar	
P/EBITDA	8,4
P/S	2

- Matrisen nedan illustrerar till vilken P/S multipel ett förvärv bör köpas för, givet en viss P/EBITDA och EBITDA-marginal. Historiska och möjliga framtida multiplar markeras med grönt.

	EBITDA-marginal						
P/EBITDA	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
4	0,4	0,6	0,8	1	1,2	1,4	1,6
5	0,5	0,75	1	1,25	1,5	1,75	2
6	0,6	0,9	1,2	1,5	1,8	2,1	2,4
7	0,7	1,05	1,4	1,75	2,1	2,45	2,8
8	0,8	1,2	1,6	2	2,4	2,8	3,2
9	0,9	1,35	1,8	2,25	2,7	3,15	3,6
10	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4

- Matrisen nedan illustrerar hur mycket ett förvärv kostar sett till en P/S multipel och omsättning hos förvärvet. Historiska multiplar markeras med grönt. Historiska och möjliga förvärvskostnader markeras med grönt.

	Omsättning (MEUR)						
P/S	2	4	6	8	10	12	14
0,4	0,8	1,6	2,4	3,2	4	4,8	5,6
0,75	1,5	3	4,5	6	7,5	9	10,5
1,2	2,4	4,8	7,2	9,6	12	14,4	16,8
1,75	3,5	7	10,5	14	17,5	21	24,5
2,4	4,8	9,6	14,4	19,2	24	28,8	33,6
3,15	6,3	12,6	18,9	25,2	31,5	37,8	44,1
4	8	16	24	32	40	48	56

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **The Marketing Group plc** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analitikern äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.