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

ERIK PENSER BANK

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

BTS Group

Less conversation, more action

Marknadsledare i fragmenterad marknad

BTS utvecklar och levererar program för förändringsarbete och ledarskap för storbolag. BTS jobbar med en majoritet av de största globala bolagen och har en hög andel återkommande kunder. Under 2022 kom ca 80% av intäkterna från historiska kunder. Bolaget har historiskt visat starka nyckeltal för bl.a. personalnöjdhet, vilket vi anser vara en starkt bidragande faktor för att bibehålla en marknadsledande position och en hög tillväxt. Historiskt har BTS kombinerat en stark organisk tillväxt med att genomföra mindre förvärv för att komplettera erbjudandet med nya tjänster eller slå sig in på en ny geografisk marknad.

Låg volatilitet i avkastning på eget kapital

BTS har sedan börsnoteringen 2001 vuxit med i snitt 13% årligen. EBITA-resultatet har under samma period vuxit med 16% årligen. Detta ska ställas mot att managementkonsultindustrin som historiskt har vuxit med 5-8%. Jämförs BTS med liknande bolag både i Norden och internationellt visar man en högre avkastning på eget kapital med en väsentligt lägre volatilitet, vilket vi anser motiverar en premievärdering.

Vi ser potential från dagens kursnivåer

Vi gör en marginell justering av vårt motiverade värde från 400-410 kr till 370-380 kr. Justeringen är en följd av att vi höjer vårt riskpremium marginellt i vår DCF för att reflektera en volatil makromiljö. Vi bedömer att bolaget kommer att fortsätta leverera en tillväxt högre än marknaden samtidigt som volatiliteten i avkastning på eget kapital kommer vara fortsatt låg, vilket motiverar en premievärdering mot liknande tjänstebolag på Stockholmsbörsen.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%

Kommande händelser

Q2 - rapport	18 augusti 2023
Q3 - rapport	10 november 2023

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	19m
Börsvärde	5 221
Nettoskuld	-224
EV	4 997
Free float	81%
Daglig handelsvolym, snitt	7k
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

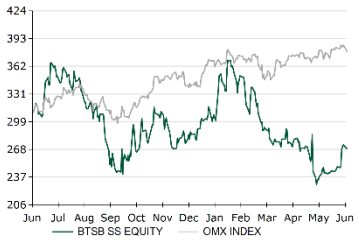
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	2 530	2 843	3 220	3 511
Tillväxt	29%	12%	13%	9%
EBITDA, just.	420	428	505	573
EBIT, just.	303	306	385	453
EPS, just.	10,2	10,9	12,9	15,7
EPS-tillväxt, just.	20%	7%	18%	21%
Utdelning per aktie	5,4	5,5	6,5	7,8
EBIT-marginal	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
ROE, just.	18,0%	16,7%	18,0%	19,6%
ROCE, just.	27,6%	24,1%	27,7%	29,1%
EV/Sales	2,0x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	12,0x	11,7x	9,9x	8,7x
EV/EBIT	16,7x	16,4x	13,0x	11,0x
P/E, just.	28,5x	24,6x	20,8x	17,2x
Direktavkastning	1,9%	2,0%	2,4%	2,9%
FCF yield	2%	5%	4%	6%
Nettoskuld/EBITDA	-1,4x	-1,8x	-1,7x	-1,8x

Värde och risk

Motiverat värde	370 - 380 SEK
Aktiekurs	270 SEK
Risknivå	Låg

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

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

Bolagsprofil

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

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

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

Värdering

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

Innehåll

Marknadsledare i fragmenterad marknad ... 1
Låg volatilitet i avkastning på eget kapital ... 1
Vi ser potential från dagens kursnivåer ... 1
Investment case ... 2
Bolagsprofil ... 2
Värdering ... 2
Bolagsbeskrivning ... 4
Lönsamhet och skalbarhet ... 6
Historik ... 7
Marknad och konkurrensanalys ... 8
Konkurrensanalys ... 9
Substitut ... 10
Data kring konkurrenter ... 11
Estimat ... 13
Finansiella mål ... 13
Omsättning ... 13
Operativa kostnader ... 14
Övriga kostnader ... 15
Värdering ... 15
Internationella peers ... 16
Nordiska peers ... 17
DCF ... 19
Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde ... 23

Bolagsbeskrivning

BTS är ett globalt konsultbolag med vision att implementera strategiska beslut genom bl.a. simulering och utbildningar. Till skillnad från traditionella managementkonsulter likt BCG och McKinsey omfattar bolagets program större delar av kunders personal. I dagsläget har man ca 1 200 anställa och 36 kontor globalt. Bolagets största segment är Nordamerika som under 2022 stod för ca 50% av omsättningen. Näst största segment är övriga marknader likt APAC som stod för 26% av omsättningen och Europa som stod för 18% av omsättningen.

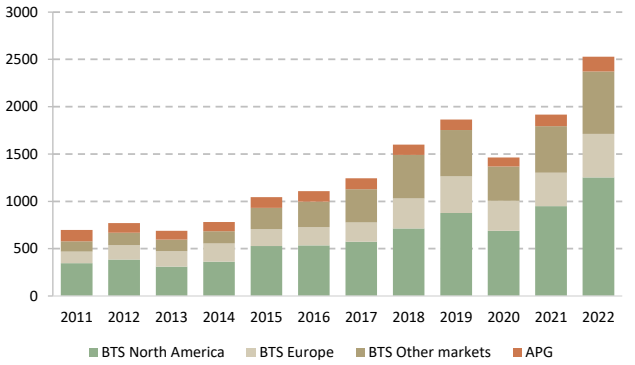
En global närvaro…

Källa: BTS

…över samtliga industrier

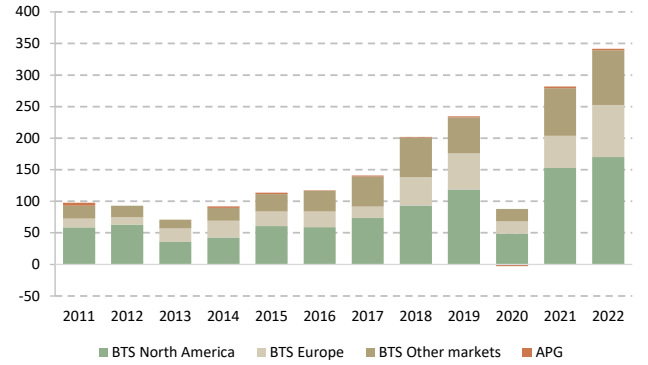
Källa: BTS

Stabil tillväxt…



Källa: Bolaget

…och lönsamhet historiskt



Källa: Bolaget

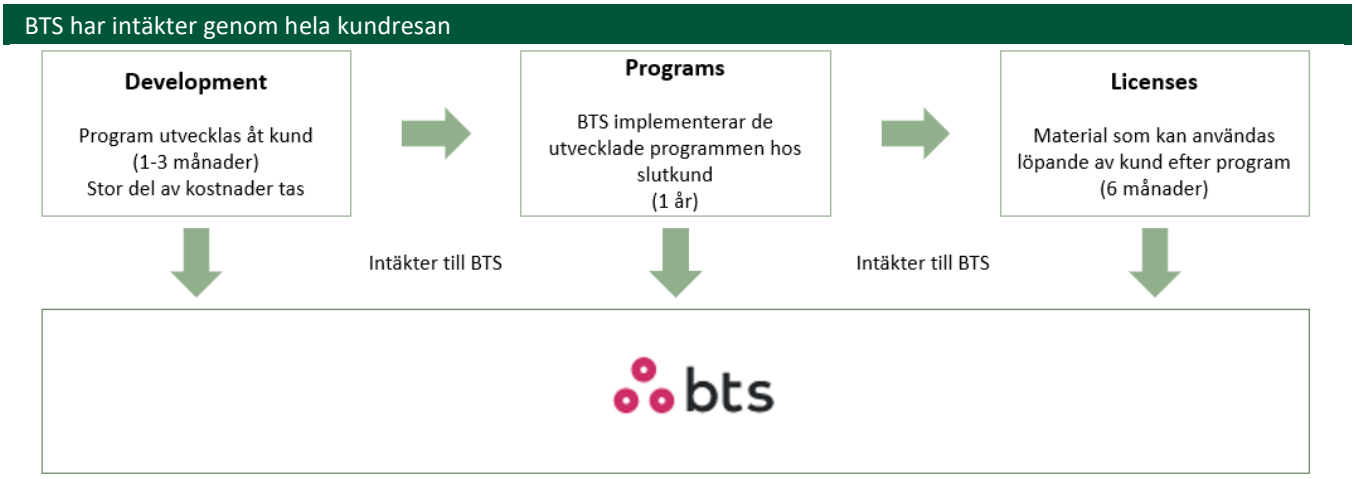
Bolaget är agnostiska när det gäller val av industri och har således världsledande klienter i samtliga industrier man är aktiva inom. Under 2021 var den största industrin IT/Tech som stod för ca 20% av omsättningen, näst störst var läkemedelsindustrin som stod för ca 18% av omsättningen. Genom att ha ledande klienter inom samtliga industrier har BTS historiskt haft möjligheten att parera olika cykler mellan industrier.

BTS delar in sina intäkter i tre huvudsakliga kategorier

- **Programs (64% av omsättningen 2022)**: Detta segment är BTS huvudsakliga erbjudande. De program som BTS erbjuder är att simuleringar och utbildningar förbredds för implementering av en specifik strategi. Vi bedömer att efterfrågan på program är relativt oberoende av konjunktur då bolag har ett ständigt behov av att utvärdera och exekvera strategier.

- **Development (23% av omsättningen 2022)**: Detta segment innebär att BTS utvecklar ramverk för att implementera en ny strategi.

- **Licences (12% av omsättningen 2022):** BTS utlicenserar här delar av sin IP åt kunder. Segmentet har en hög marginal och BTS har för avsikt att öka intäkterna från detta segment framöver.



Källa: BTS

Kundresan visar på styrkan i BTS, projekten är, som illustrationen ovan visar relativt långa vilket är en av de främsta anledningarna till att BTS har visat en låg volatilitet i sin intjäning över åren. Vidare visar det en av anledningarna till att BTS ibland ser en tillfällig nedgång i marginal då en stor del av kostnaderna uppkommer i början av projekt. Detta förklarar delvis de uppgångar i marginal som sker efter kvartal då EBITA-marginalen har varit pressad.

BTS delar in sina tjänster i fyra olika expertisområden. Dessa är:

- **Strategy execution and business transformation**: Detta område innebär att BTS hjälper sina klienter med att utforma utbildningar för att exekvera och följa upp strategibeslut. Inom strategi/management consulting utformas ofta strategier relativt högt upp i en hierarki. BTS utvecklar sedan program för att dessa ska kunna implementeras. Ett exempel är en klient inom mjukvaruindustrin i Europa som utbildade 30 000 medarbetare under Q4'22.

- **Leader Readiness & Development:** BTS utvecklar program för att utbilda och utveckla företagsledare. Dessa utbildningar innehåller simuleringar, men också verktyg för coaching och uppföljning av ledarskap. En stor del av dessa verktyg är egenutvecklade av BTS och är således egen IP. BTS skiljer sig därför från många traditionella konsulter där huvudprodukten är sålda timmar.

- **Go to market**: BTS hjälper sina klienter med strategier för att nå en ny marknad eller accelerera försäljning och tillväxt. Dessa processer följer ett liknande kretslopp som övriga expertisområden bolaget har. Först identifieras möjligheterna/ problemet och sedan används BTS olika egenutvecklade verktyg, likt simuleringar och utvärderingar, för att bygga en marknadsstrategi.

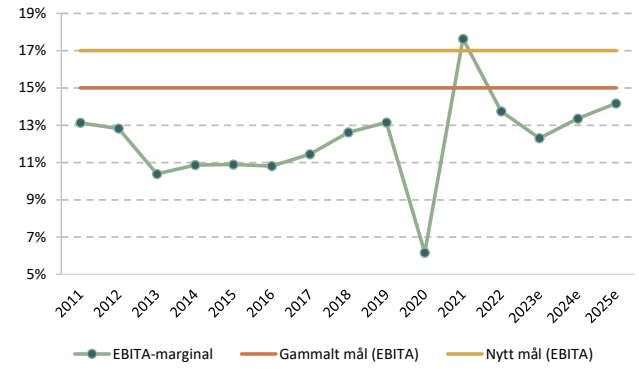
- **Leader Readiness & Development:** BTS utvecklar verktyg för att både utbilda och att hitta rätt personal. Dessa är precis som ovan nämnda expertisområden baserade på BTS egenutvecklade IP. Detta medför en högre skalbarhet än traditionella rekryterings- och utbildningsföretag.

- **BTS Executive Coaching:** I maj 2023 förvärvade BTS den amerikanska konsulten The Boda Group. Boda Group hade vid förvärvet 25 anställda och omsatte USD 11m. Genom förvärvet skapar BTS en ny tjänst vid namn BTS Executive Coaching. Affärsområdet kommer att arbeta med att skräddarsydda utbildningar på olika nivåer av seniora företagsledare. Vi bedömer att detta kompletterar övrig verksamhet bra och ökar "share of wallet" hos stora organisationer.

Lönsamhet och skalbarhet

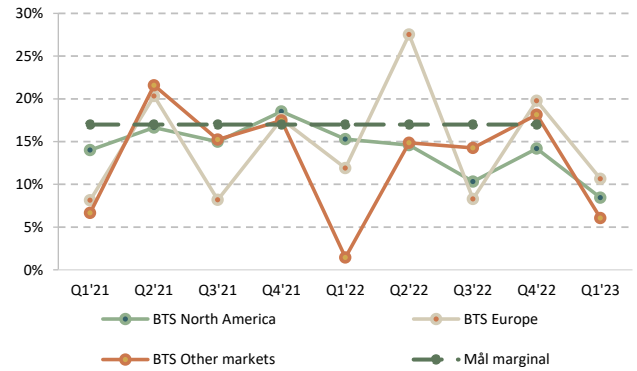
Vi bedömer oss se en viss skalbarhet i BTS affärsmodell som är något högre än traditionella konsulter. Vi bedömer detta då bolaget under de senaste 10 åren har sett en marginalexpansion och bedömer sig fortsätta kunna se detta. Anledningen till att vi bedömer att BTS kommer kunna expandera marginalen är dels att man ökar andelen IP som säljs på licens, dels att bolaget fortsätter att optimera pris och erbjudande. Vi bedömer att man under de senaste åren närmat sig de ledande managementkonsulterna likt BCG och McKinsey i pris. Vi har noterat att man under senare tid sett en kraftig marginalexpansion från det europeiska segmentet och segmentet övriga marknader där marginalen under vissa kvartal överskridit målet om en EBITA marginal om 17%.

BTS har succesivt expanderat marginal…



Källa: BTS

…och segmentet talar för att mer finns att hämta



Källa: BTS

Sammanfattningsvis ser vi att BTS kan fortsätta den marginaltrend man visat historiskt, givet en ökad andel sålda licenser samt följande tre aspekter

- **Fortsätta jobba med prissättning**: Vi bedömer att BTS har en möjlighet att jobba med en dynamisk prissättning, vilket torde kunna leda till en marginalexpansion kommande år.
- **Dra nytta av skalfördelar**: Vi bedömer att BTS kommer kunna dra nytta av skalfördelar framöver. Vi bedömer att dessa skalfördelar kan vara att dra nytta av sektorkompetens och bättre möjlighet till att välja uppdrag med en god marginal.
- **Ökad andel licensförsäljning**: Vi bedömer att licenser kan öka från nuvarande nivåer. Vidare bedömer vi att det finns potential att öka merförsäljningen i detta segment.

Vi bedömer även att BTS, givet en diversifiering i industriexponering, kan bibehålla den låga volatiliteten på både marginal och avkastning på eget kapital som man uppvisat under de senaste 10 åren.

Historik

BTS har sedan noteringen 2001 varit relativt aktiva inom M&A. Vi bedömer att bolaget har följande kriterier för att genomföra förvärv

- **Kompletterande geografi**: BTS har genomfört ett antal förvärv för att stärka sin position på olika geografiska marknader. Ett tydligt exempel på detta är förvärvet av MTAC 2017. Förvärvet stärkte BTS närvaro på den tyska marknaden. 2016 förvärvades Cesim Italia och Design Innovation som stärkte BTS närvaro på den sydeuropeiska marknaden.

- **Kompletterande tjänster**: En annan typ av förvärv som BTS har genomfört är bolag med kompletterande tjänster. 2020 förvärvades Rapid Learning Institute. Bolaget utvecklar bl.a. digitala mikroutbildningar för säljare. 2019 förvärvades Polaris Assessment Systems. Ett bolag som erbjuder tjänster för att utvärdera kandidater och vara ett stöd vid intervjuer.

- **Breddning av industri/kundbas**: BTS har genomfört ett antal förvärv för att stärka och komplettera sin kompetens inom specifika industrier. 2021 förvärvade BTS Bates, ett bolag med stark närvaro inom helthcare, pharma och den finansiella industrin på den amerikanska östkusten.

När BTS genomför förvärv har de tre olika strategier för integration:

- **Full integration**: Om BTS förvärvar ett bolag på en ny geografisk marknad eller en nischaktör inom en specifik industri tenderar man att integrera bolaget fullt ut. Ett exempel på detta är när BTS köpte det italienska bolaget Cesim Italia.

- **Delvis integration**: I de förvärv som BTS gjort när man förvärvat en ny teknisk expertis, likt Netmind, brukar BTS delvis integrera förvärvet. Oftast tar det några år innan förvärvet är fullt integrerat. Detta för att bibehålla ett varumärkesnamn och expertis.

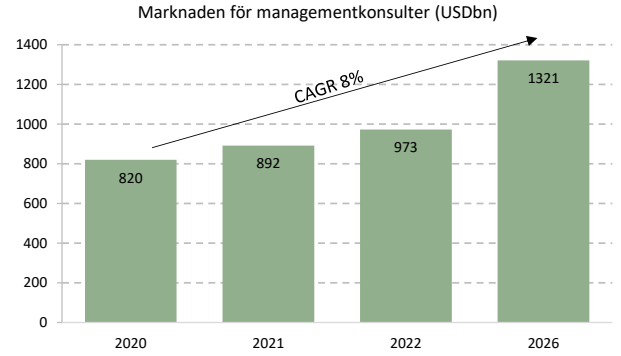
- **Kompletterande produkt**: I de fall där BTS förvärvar ett bolag med en kompletterande produkt, t.ex. Rapid Learning Institute, kommer det förvärvade bolaget att finnas kvar i dess ursprungliga form. BTS kommer senare att erbjuda de unika produkterna som ett komplement till sina kunder i kärnverksamheten.

Bolag	år	Köpeskilling (EV) (mkr)	Uppskattad försäljning (mkr)	Kommentar
I-Simco	2003		7	
smg "Learning Solutions"	2005	28	60	
Business game factory	2006	3	11	
APG & RLC	2006	167	150	Stärkte BTS Närvaro I USA och Nordamerika
Wizerrize	2013	30	7,8	Stäkte BTS digitala erbjudande
Fenestra & Sandra Hartog Associates	2014	68		Stärkte BTS närvaro I Nordamerika
AVO Vision	2015	-	12	Stärke BTS närvaro I Sydafrika och andra afrikanska länder
Synergy Group Pty Ltd	2015	23	22	Stärkte BTS närvaro inom APAC-Regionen
Cesim Italia och Design Innovation	2016	47	35	Stärkte BTS närvaro I syd Europa
Coach In a Box	2017		115	Stärkte BTS virtuella och digitala erbjudande
MTAC	2017	-	50	Stärkte BTS närvaro på DACH-marknaden
Polaris Asessment Systems	2019	-		Stärkte BTS kompetens inom intervjuer och kandidat utvärdering
Swiss Virtual Business School	2019	-	30	Stärkte BTS digitala erbjudande och tjänster
Samsari				Stärkte BTS närvaro I Norden
Rapid Learning Institute	2020	-	30	Erbjuder mikroträning till b.l.a. säljare. Kompleterar BTS utbud av tjänster
Bates	2021	-	70	Förvärvet utökade BTS närvaro inom ett antal industrier på den amerikanska östkust
Netmind SL	2021	-	65	Stärkte BTS närvaro i de spansktaliga delarna av världen
The Boda Group	2023	-	120	Skapar nytt affärsområde för BTS

Marknad och konkurrensanalys

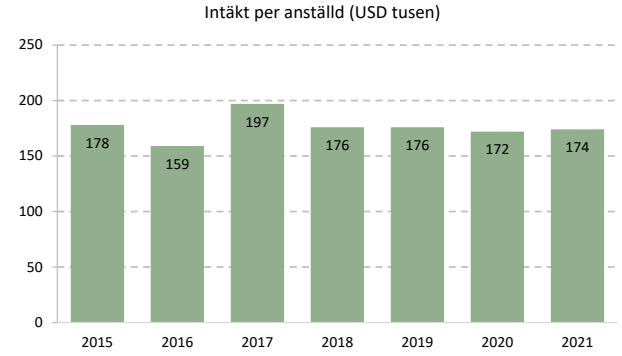
Vi bedömer att BTS kan ses som en del av den internationella managementkonsultindustrin. Denna industri omsatte ca USD 100bn 2022 och väntas växa med ca 8% kommande år. Vi bedömer att BTS delvis är en del av denna marknad, men har under de senaste åren lyckats med att ha en högre omsättning per anställd än industrin i helhet. Vi bedömer detta bero på att bolaget har hittat en nisch där man är marknadsledande. Vidare har man en relativt hög andel försäljning av IP, vilket har en betydligt högre marginal och skalbarhet för bolaget.

En stabil grundmarknad som växer 8-10%...



Källa: Statista

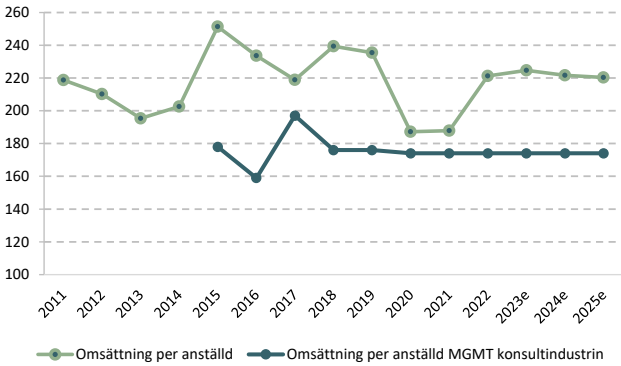
...där intäkt per anställd varit konstant över tid



Källa: Statista

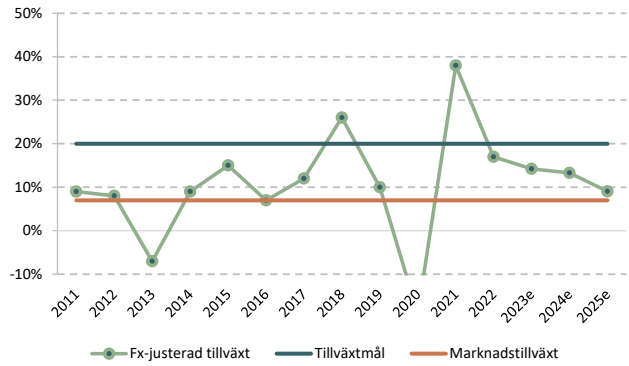
Givet den fragmenterade marknaden bedömer vi att BTS kommer kunna fortsätta att överprestera på marknaden, vilket man gjort historiskt och är bolagets finansiella målsättning. Vidare bedömer vi att man kommer kunna komplettera den organiska tillväxten med förvärv, vilket också skett historiskt.

BTS har historiskt legat över industrin i intäkter/anställd...



Källa: BTS, EPB, Statista, USD tusen
Not: historic saknas och ett antagande om att siffran är konstant 2021-2025

...vilket resulterat i en tillväxt högre än marknaden



Källa: BTS, EPB

Den främsta anledningen till att BTS har haft en högre omsättning per anställd än snittet för managementkonsulter är att man är mer nischad i i sitt erbjudande, inte har lika höga overheadkostnader och inte erbjuder projekt inom vad som benämns som ”operation consulting”. Skulle man renodla toppnamnen inom management consulting, dvs BCG och McKinsey, skulle BTS ligga något närmare dessa än majoriteten av konsulter som erbjuder ”operational consulting”, t.ex de fyra stora revisionsbyråerna.

Konkurrensanalys

Vi bedömer oss se fem huvudsakliga konkurrenter till BTS och två substitut till bolagets tjänster.

Större managementkonsulter: Vi bedömer att en av de främsta konkurrenterna till BTS är de etablerade marknadsledande managementkonsulterna, dvs BSG, McKinsey och Bain. Dessa bolag jobbar främst med att ta fram strategier snarare än att implementera dessa. Vi har dock noterat att de börjat röra sig mot simulering och implementering, vilket enligt BTS har medfört att prisbilden för denna typ av projekt har stigit.

Big four: De fyra stora revisionsbyråerna, KPMG, EY, Deloitte och PWC, har alla avdelningar för management consulting och implementation. Vi bedömer att dessa tillhandahåller liknande tjänster som BTS, men att BTS anses ha en betydligt högre kvalitet och anseende än dessa bolag. Vi baserar vårt antagande på detta med anledning av att vi inte ser dessa fyra bolag i Trading Industry, en ledande källa i industrin, lista över 20 bästa bolag i industrin. Enligt denna källa är BTS ett av de 20 ledande bolagen globalt och ledande i ett antal underkategorier.

Specialister: Vi bedömer det finnas tre bolag internationellt med liknande tjänster som BTS och dessa är:

- **Mind Gym:** Mind Gym är ett brittiskt börsnoterat bolag som fokuserar på ledarskapsutveckling med bas i beteendevetande. Bolaget utbildade under det gångna året ca 500 000 klienter. I dagsläget har man ca 350 heltidsanställda och omsatte GBP 48,7m de senaste rullande tolv månaderna vid bokslutet i december 2022. EBITDA-marginalen under samma period uppgick till ca 2,5%. Precis som BTS har bolaget en hög andel återkommande klienter med ca 87% av omsättningen från tidigare kunder.

- **Korn Ferry:** Bolaget är ett amerikanskt konsultbolag med fokus på HR. Bolaget tillämpar ett brutet räkenskapsår och de senaste 9 månaderna, som slutade i mars 2023, omsatte man totalt USD 2105m med en EBIT marginal om 11,6%. I dagsläget har bolaget ca 1900 anställda. Bolaget hade vid senaste rapporten nästan 50% av sin omsättning från headhunting och rekrytering.

- **Heidrick & Struggles:** Ett amerikanskt bolag med fokus på ledarskapsutbildning/utveckling. Företaget grundades 1953 och har således en lång historik inom området. Bolaget är noterat på NASDAQ och omsatte 2022 USD 1 074m. EBITDA under samma period uppgick till USD 137m, vilket motsvarar en marginal på 12,7%. Under 2022 kom nästan 90% av omsättningen från headhunting.

Mindre företag: Vi bedömer att det finns många mindre företag med 20-50 anställda som konkurrerar med BTS. Historiskt har BTS förvärvat ett antal företag i denna storlek för att nå en specifik industri eller geografi. Vi bedömer att dessa aktörer hade det mycket svårt under pandemin och kan ha svårt att komma tillbaka.

Vi bedömer att BTS är en stark marknadsledare inom sitt segment. Intresseorganisationen Training Industry har ansett att bolaget varit en av de 20 marknadsledarna varje år sedan 2016 och i samma organisations databas har bolaget ett betyg om 5/5. Samma källa ger inga omdömen på Korn Ferry eller Mind Gym.

BTS är klart ledande inom ett antal kategorier...

...jämfört med t.ex. Korn Ferry och Mind Gym

Korn Ferry

Mind Gym

Substitut

Vi bedömer att det främst finns två substitut till BTS tjänster och dessa är:

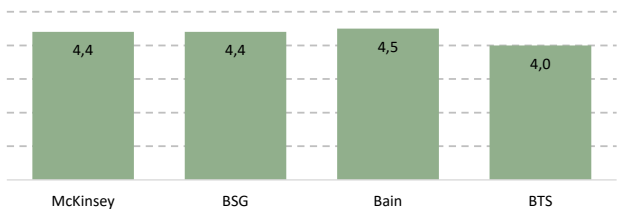
Executive education: Vi bedömer att en potentiell konkurrent till BTS är att bolag beslutar att skicka medarbetare, i synnerhet på senior nivå, på t.ex. en MBA-utbildning eller dylikt. Vi anser att BTS tillhandahåller ett betydligt mer ekonomiskt alternativ till denna typ av utbildning. Vidare är risken för bolaget lägre då BTS utbildningar är skräddarsydda för bolaget och kan utföras samtidigt som en medarbetare utför sitt arbete. En MBA-utbildning medför en risk att den anställde använder utbildningen för att gå vidare i karriären.

Interna utbildningar: Vi bedömer att ett möjligt substitut till BTS tjänster är interna utbildningar. Detta substitut skulle främst vara aktuellt i storbolag då dessa har resurser att ta fram eget material. Vi ser dock detta substitut som svagt då BTS har ca 60 av de 100 största globala bolagen som återkommande kunder.

Data kring konkurrenter

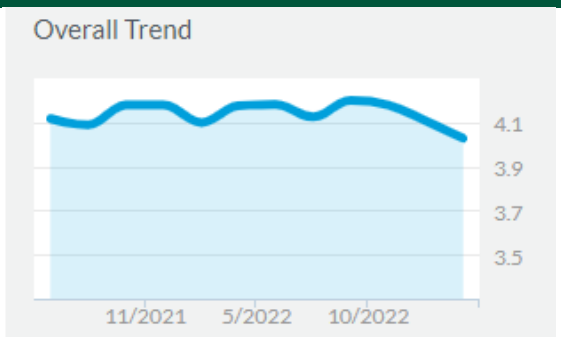
Vi bedömer att BTS viktigaste tillgång är bolagets anställda. Vi har därför valt att studera karriärsportalen Glasdoors omdömen och betyg för att bedöma möjlighet för BTS att rekrytera och behålla personal. Den första jämförelsen vi har valt att göra är mot de tre stora managementkonsulterna Mckinsey, BCG och Bain. BTS ligger något under dessa, men på en nivå som är mycket stark. Vidare ser vi att BTS har haft en stabil trend i sina betyg på Glassdoor. En aspekt som vi anser vara viktig i BTS betyg är att man får ett förhållandevis högt betyg i företagskultur, i paritet med de stora managementkonsulterna. Detta tyder på att bolaget lyckas behålla personal. De punkter som drar upp de internationella managementkonsulterna är främst kopplat till lön och olika förmåner.

Strax under de främsta arbetsgivarna globalt…



Källa: Glassdoor

…stark historisk trend



Källa: Glassdoor

BTS

Overall rating

4.0

Based on 287 reviews

4.2 Culture & Values
4.0 Diversity & Inclusion
3.6 Work-life balance Higher rating
3.9 Senior Management
3.5 Compensation & Benefits
4.1 Career Opportunities

McKinnsey

Overall rating

4.4

Based on 8604 reviews

4.3 Culture & Values Higher rating
4.4 Diversity & Inclusion Higher rating
3.0 Work-life balance
4.0 Senior Management Higher rating
4.4 Compensation & Benefits Higher rating
4.5 Career Opportunities Higher rating

BCG

Overall rating

4.4

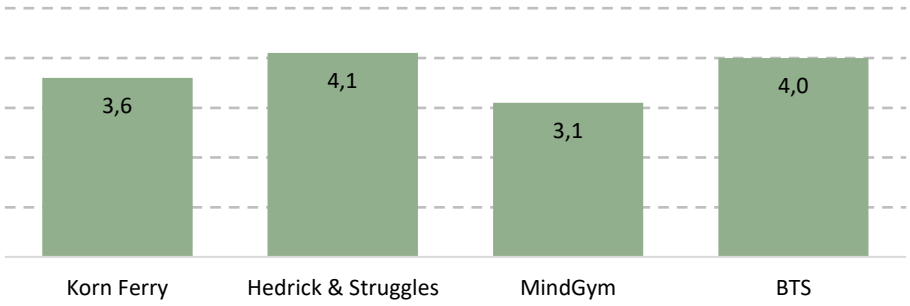
Based on 6160 reviews

4.3 Culture & Values Higher rating
4.3 Diversity & Inclusion Higher rating
3.2 Work-life balance
4.1 Senior Management Higher rating
4.4 Compensation & Benefits Higher rating
4.5 Career Opportunities Higher rating

Källa: Glassdoor

Jämför vi med de mer direkta konkurrenterna, likt Korn Ferry och MindGym, ser vi att BTS har ett betydligt högre betyg. Vi bedömer således att BTS har en fördel i rekrytering mot dessa bolag. Vidare har BTS haft en historik om att ha högre betyg än dessa bolag. Vi bedömer således BTS har ett försprång mot dessa konkurrenter.

Betydligt starkare än Korn Ferry och MindGym



Källa: Glassdoor

En sista jämförelse vi valt att göra är att jämföra BTS med de fyra stora redovisningsbolagen, EY, Deloitte, KPMG och PWC. Dessa har vissa avdelningar som kan jämföras med BTS. Även här ser vi att BTS har betyg i paritet med bolag som rankas som några av de mest attraktiva arbetsgivarna globalt.

Ligger över eller I paritet med de stora revisionsbolagen

Källa: Glassdoor

Sammanfattningsvis bedömer vi att BTS har och kommer fortsätta ha en god möjlighet att kunna växa, givet att man har höga betyg bland de anställda. Detta leder till att personalomsättningen sjunker, vilket leder till en stabilare marginal. Vi bedömer att de historiskt höga betygen är en viktig orsak till att BTS har visat en låg volatilitet i avkastning på eget kapital och har lyckats växa betydligt snabbare än managementkonsultmarknaden.

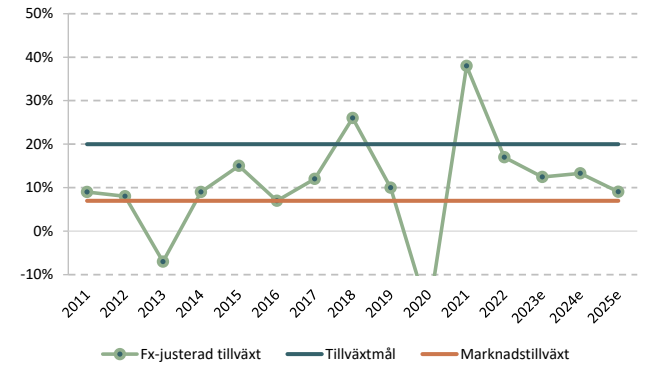
+

Estimat

Finansiella mål

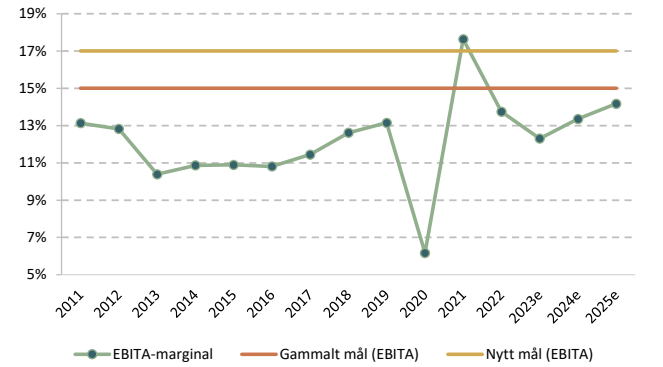
BTS har en historia av att leverera resultat kring sina finansiella mål. Nedan följer en översikt över hur BTS under de senaste åren har rapporterat i förhållande till sina finansiella mål. Vi bedömer att gapet mellan våra estimat och tillväxtmålet kan nås genom kompletterande förvärv. Bolaget har sedan börsnoteringen genomfört 14 förvärv. Dessa har adderat 4-6% av omsättning under de år som dessa genomförts.

Stabil valutajusterad tillväxt…



Källa: Bolaget, BTS

…i kombination med stabila marginaler

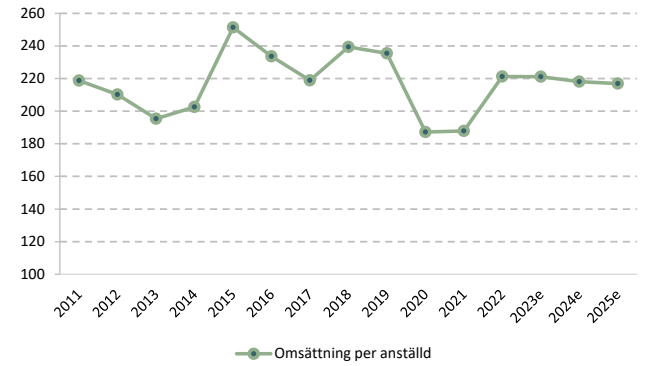


Källa: Bolaget, BTS

Omsättning

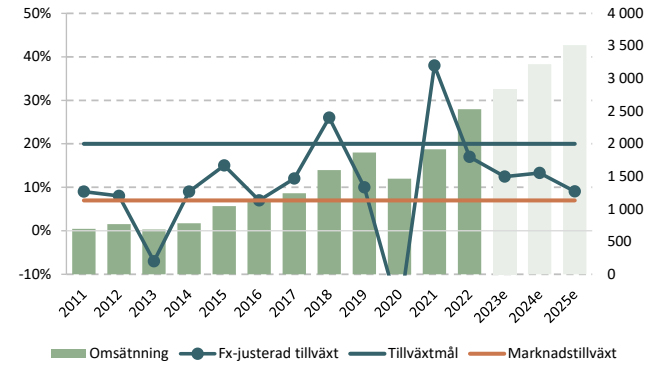
Vi bedömer att BTS succesivt kommer röra sig mot de historiska nivåerna av omsättning per anställd som bolaget hade pre-pandemi. Detta skulle innebära att tillväxten kommer att röra sig mot de finansiella målen och vara fortsatt högre än marknadstillväxten för managementkonsulter.

Låg volatilitet i intäkt per anställd…



Källa: Bolaget, EPB

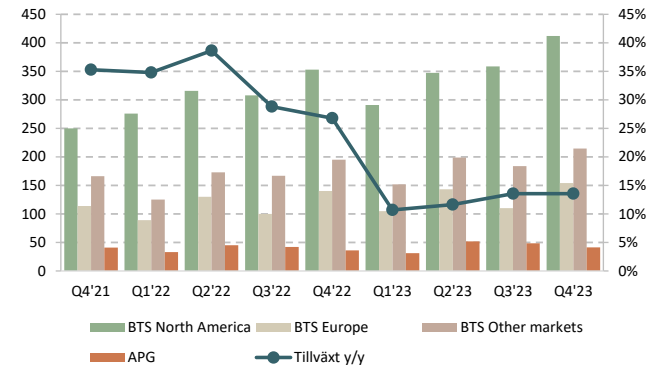
…leder till en stabil omsättning



Källa: Bolaget, EPB

På innevarande år bedömer vi att bolaget kommer se en fortsatt medvind från valuta, vilket gör att vi ser följande omsättning för de olika segmenten. Vi baserar våra estimat på innevarande på att bolaget kommer att nå i närheten av guidning om ett bättre år än föregående. Detta har historiskt sett motsvarat ca 10% EPS-tillväxt.

Vi ser en fortsatt återhämtning i Nordamerika

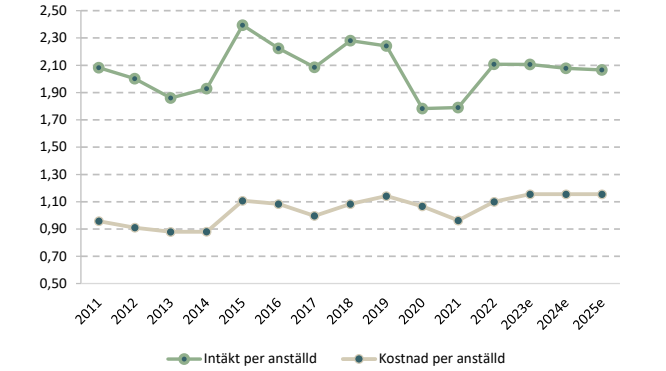


Källa: EPB, Bolaget

Operativa kostnader

Vi ser två huvudsakliga kostnader för BTS, personalkostnader och övriga externa kostnader. Då personal är bolagets främsta tillgång bedömer vi att denna kostnadspost kommer att fortsätta växa. Historiskt bedömer vi dock att BTS har haft en bra balans i sin rekrytering, vilket gjort att skillnaden mellan intäkter och kostnader per anställd har varit relativt stabil de senaste 12 åren.

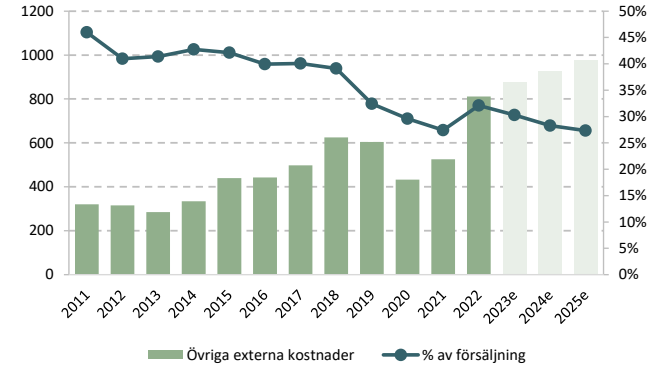
Stalbil lönsamhet per anställd över tid…



Källa: Bolaget, BTS

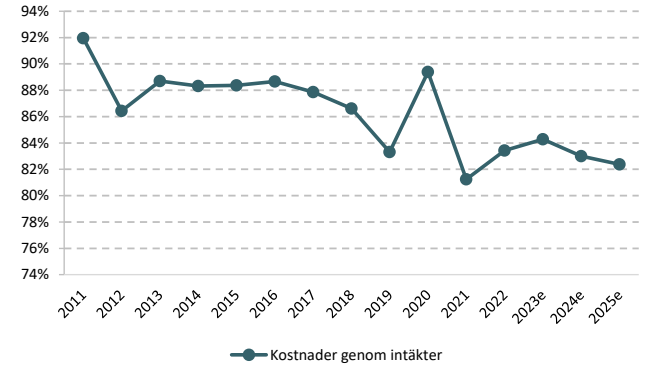
Vi bedömer att övriga kostnader kommer fortsätta öka något då BTS växer. Historiskt har dock bolaget visat prov på god kostnadskontroll, vilket gör att vi bedömer att man kommer kunna se en viss marginalexpansion de kommande åren.

Har visat historiskt god kostnadskontroll…



Källa: EPB, Bolaget

…och börjat se större skalfördelar

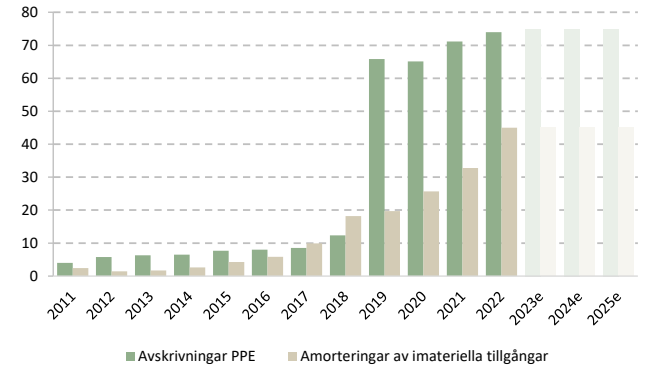


Källa: EPB, Bolaget

Övriga kostnader

Vi bedömer att övriga kostnader kommer att följa historiska mönster och följa trenden kommande år.

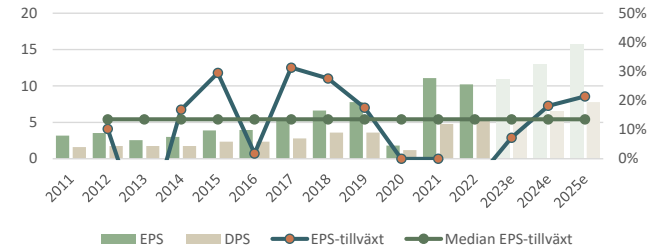
Avskrivningar och amorteringar av immateriella tillgångar



Källa: EPB, Bolaget

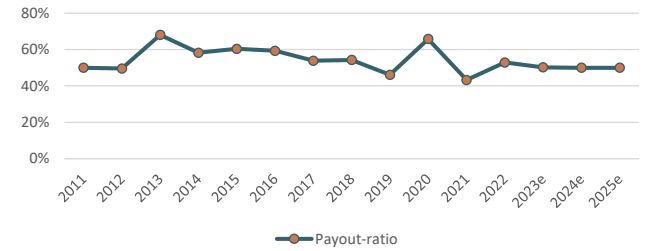
Givet att skatt- samt finansnetto följer den historiska trenden bedömer vi att EPS kommer utvecklas enligt följande under vår prognosperiod.

Stabil EPS och utdelningstillväxt…



Källa: EPB, Bolaget

…som stöds av en försiktig allokering av resultat



Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vi har valt att värdera BTS dels med en peervärdering, dels via en DCF. Givet den historiska stabiliteten i både tillväxt och intjäning anser vi att en DCF är den mest korrekta metodiken för värdering. Vi har dock genomfört en relativ värdering för att visa på den styrka BTS har vs peers och varför vi bedömer att BTS ska handlas till en premie mot andra nordiska bolag inom olika konsulttjänster.

BTS handlar på ett mindre premium till andra bolag inom professional services

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Mind Gym	812	755	0,99x	0,87x	0,76x	10,3x	5,9x	4,6x	17,7x	8,0x	6,8x	nm	12,5x	10,9x
Korn Ferry	28 699	26 059	0,85x	0,86x	0,81x	4,4x	6,0x	5,6x	5,1x	7,2x	6,1x	10,7x	12,1x	10,2x
Heidrick & Struggles Intl	5 684	4 406	0,39x	0,41x	0,40x	2,9x	4,0x	3,8x	3,3x	6,2x	5,9x	7,1x	9,8x	9,5x
Accenture	2 274 243	2 249 843	3,32x	3,25x	3,06x	17,8x	18,1x	16,8x	21,3x	21,2x	20,0x	29,4x	27,6x	25,4x
Capgemini	362 874	396 842	1,55x	1,49x	1,40x	9,9x	9,3x	8,8x	12,4x	11,4x	10,4x	19,7x	15,8x	14,3x
Nordic Peers														
Knowit AB	5 103	6 166	0,87x	0,84x	0,82x	8,0x	7,5x	6,9x	13,6x	12,6x	11,1x	nm	13,7x	11,9x
NNIT A/S	3 309	4 491	1,93x	1,20x	1,10x	60,2x	6,8x	8,8x	-	22,4x	13,3x	-	17,6x	12,1x
Netcompany Group	22 593	25 153	2,81x	2,61x	2,34x	14,7x	14,7x	12,8x	20,0x	18,7x	15,7x	24,6x	23,7x	18,8x
Sweco AB Class B	43 143	48 167	1,90x	1,75x	1,66x	13,8x	14,3x	13,6x	20,4x	18,5x	17,3x	23,5x	22,2x	20,6x
Bouvet ASA	7 219	6 904	2,13x	1,97x	1,76x	14,3x	13,6x	12,1x	17,1x	16,9x	14,8x	-	22,8x	19,8x
AFRY AB Class B	19 083	23 825	0,96x	0,91x	0,87x	8,5x	8,1x	7,6x	12,5x	11,5x	10,7x	16,1x	13,6x	11,7x
BTS Group AB Class B	5 231	5 007	1,94x	1,80x	1,61x	12,2x	11,3x	9,6x	17,0x	16,2x	12,8x	27,2x	23,2x	19,1x
Mean			**1,64x**	**1,50x**	**1,38x**	**14,7x**	**10,0x**	**9,2x**	**14,6x**	**14,2x**	**12,1x**	**19,8x**	**17,9x**	**15,4x**
Median			**1,72x**	**1,34x**	**1,25x**	**11,2x**	**8,7x**	**8,8x**	**17,0x**	**14,4x**	**12,0x**	**21,6x**	**16,7x**	**13,2x**
VS BTS			12%	34%	29%	8%	30%	10%	0%	13%	7%	26%	39%	44%

Källa: Factset

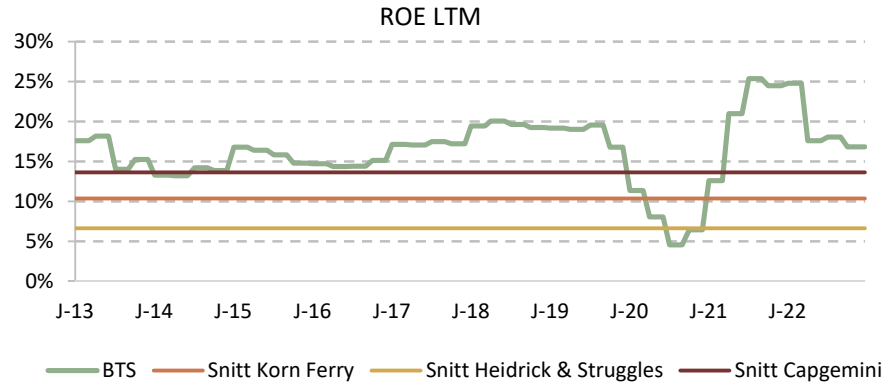
Internationella peers

De Internationella bolag vi har valt att jämföra BTS med är följande:

- **Mindgym**: Direkt konkurrent som vi presenterar i konkurrentavsnittet. P.g.a. bolagets storlek har vi inga estimat för dessa.
- **Korn Ferry**: Delvis en konkurrent till BTS. Bolaget har dock sitt huvudfokus inom rekrytering. Bolaget presenteras mer i detalj i avsnittet om konkurrenter.
- **Heidrick & Struggles International**: Delvis en konkurrent till BTS, men med huvudfokus på rekrytering. Beskrivs i närmare detalj i avsnittet om konkurrenter.
- **Accenture**: En internationell amerikansk managementkonsult. Bolaget är noterat och omsatte 2022 USD 61,6bn. Utöver rena konsulttjänster säljer bolaget vissa mjukvarutjänster, vilket sänker volatiliteten i intäkterna.
- **Capgemini**: Ett internationellt konsultbolag med ett stort antal tjänster där vissa påminner om BTS erbjudande.

Jämför vi BTS med de internationella bolagen vi tittat på internationellt noterar vi att BTS under de senaste 10 åren har en ROE som varit betydligt högre än samtliga bolag. Vidare noterar vi att volatiliteten har varit betydligt lägre, vilket motiverar en premie mot bolagen vi diskuterar ovan.

Har visat lägre volatilitet och högre avkastning på eget kapital



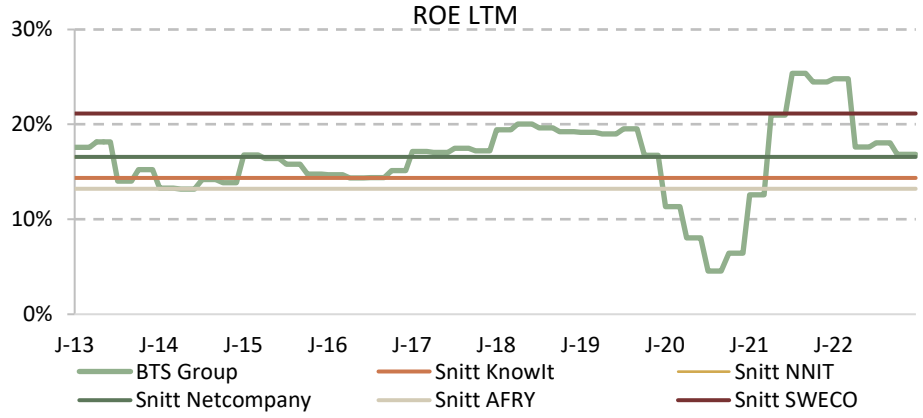
Källa: Factset

Nordiska peers

- **KnowIt**: KnowIt är en svensk IT-konsult med ca 4400 anställda. Bolaget omsatte 2022 ca 6 800 mkr och hade en EBIT-marginal om 6,5%. Bolaget har historiskt vuxit via förvärv och har en historik om högre EBIT-marginal än den nuvarande.
- **NNIT**: NNIT är en dansk IT-konsult. Bolaget hade 2022 en omsättning om 1 500 mdkr. Bolaget genomför i dag stora omstruktureringar och har av denna anledning ett negativt rörelseresultat.
- **NetCompany**: En dansk IT-konsult. Bolaget omsatte 2022 ca 5 500 mdkr och hade en EBITA-marginal om 17,5%. I dagsläget har bolaget ca 4200 anställda. Bolaget är starka inom både offentlig och privat sektor.
- **Sweco**: En svensk teknikkonsult med global närvaro. Bolaget omsatte 2022 ca 24 300 mkr och hade en EBITA-marginal om 9,2%. Bolaget liknar BTS då man historiskt har vuxit via mindre förvärv, vilket har lett till en stark EPS och omsättningstillväxt.
- **Bouvet**: Är en norsk IT/Management konsult. Bolaget omsatte 2022 ca 2 700 mnok. EBIT uppgick till 400 mnok. Bolaget har ca 2 000 anställda.
- **AFRY**: Bolaget är en sammanslagning av den svenska teknikkonsulten ÅF och det finska bolaget Pöyry. Bolaget omsatte 2022 ca 23 500 mkr och hade en EBITA-marginal om 8,1%.

Precis som i de internationella jämförelsebolagen ser vi att BTS levererar en högre ROE än bolagen i vårt nordiska peer set. Vidare ser vi att volatiliteten i BTS avkastning på eget kapital är väsentligt lägre än i de ovan diskuterade bolagen.

Volatilitet betydligt lägre än hos andra svenska peers



Källa: Factset

Ytterligare en aspekt som talar för att BTS ska värderas till en premie vs bolagen i vårt peer set är de marknadsestimat som ligger för bolagen. I vårt peer set sticker BTS ut med att ha en tillväxt kommande två som är väsentligt högre än övriga bolag. Vidare ser vi att marginalen är ca 20% högre än hos övriga bolag kommande två år. Givet den låga volatiliteten i historisk avkastning på eget kapital har vi en högre konfidens i BTS estimat än i övriga bolag. Sammanfattningsvis bedömer vi att BTS kommer fortsätta handla till en premie mot sektorn.

Marknaden bedömer att BTS kommer att parera den ökade ekonomiska turbulensen än peers

Margins		Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	FactSet Industry	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Mind Gym	Miscellaneous Commerci	88,4%	87,0%	86,0%	9,6%	14,8%	16,7%	5,6%	10,9%	11,2%	5,3%	8,0%	8,0%
Korn Ferry	Personnel Services	24,1%	30,5%	31,0%	17,9%	14,2%	14,5%	15,6%	11,8%	13,2%	8,7%	7,5%	8,2%
Heidrick & Struggles Intl	Personnel Services	25,1%	31,6%	30,9%	10,7%	10,2%	10,4%	9,6%	6,6%	6,7%	7,4%	5,6%	5,4%
Accenture	Information Technology S	32,2%	32,1%	32,0%	18,3%	17,9%	18,2%	15,3%	15,3%	15,3%	11,0%	11,5%	11,6%
Capgemini	Information Technology S	25,9%	26,7%	27,2%	15,7%	15,9%	16,0%	12,4%	13,1%	13,4%	7,0%	8,7%	9,0%
						Nordiska bolag							
Knowit AB	Miscellaneous Commerci	6,4%	11,0%	11,9%	10,9%	11,2%	11,8%	6,4%	6,7%	7,3%	5,1%	4,2%	5,0%
NNIT A/S	Information Technology S	-	15,0%	17,5%	-	17,8%	12,5%	-	5,4%	8,3%	-	10,5%	6,8%
Netcompany Group	Information Technology S	26,8%	30,7%	32,1%	19,1%	17,8%	18,3%	14,0%	13,9%	14,9%	10,0%	9,5%	11,1%
Sweco AB Class B	Engineering & Constructic	9,3%	100,2%	100,0%	13,8%	12,3%	12,2%	9,3%	9,5%	9,6%	7,1%	6,9%	7,1%
Bouvet ASA	Information Technology S	-	89,7%	89,7%	-	14,5%	14,5%	-	11,6%	11,9%	-	9,2%	9,3%
AFRY AB Class B	Miscellaneous Commerci	7,3%	100,0%	101,6%	11,3%	11,2%	11,5%	7,7%	7,9%	8,2%	4,8%	5,3%	5,5%
BTS Group AB Class B	Miscellaneous Commerci	11,4%	100,0%	100,0%	15,9%	15,9%	16,7%	11,4%	11,1%	12,6%	7,4%	7,5%	8,4%
Mean		**26%**	**54,5%**	**55,0%**	**14,3%**	**14,5%**	**14,4%**	**10,7%**	**10,3%**	**11,0%**	**7,4%**	**7,9%**	**8,0%**
Median		**25%**	**31,8%**	**32,0%**	**14,7%**	**14,7%**	**14,5%**	**10,5%**	**11,0%**	**11,5%**	**7,3%**	**7,7%**	**8,1%**

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Mind Gym	13,0%	13,9%	14,2%	331,1%	75,4%	28,4%	-983,4%	121,9%	16,7%	83,2%	nm	14,0%
Korn Ferry	15,3%	0,6%	6,1%	-6,0%	-11,8%	8,4%	-7,4%	-12,3%	18,7%	-22,2%	-19,1%	16,2%
Heidrick & Struggles Intl	-5,4%	-7,6%	3,5%	-10,6%	-25,8%	4,9%	-8,3%	-41,4%	4,3%	0,5%	-30,5%	1,0%
Accenture	11,4%	4,6%	6,1%	3,3%	1,0%	7,8%	5,5%	5,4%	6,1%	4,7%	7,5%	7,6%
Capgemini	21,1%	4,1%	5,9%	19,4%	4,8%	6,7%	23,1%	4,4%	8,9%	33,7%	5,5%	9,7%
					Nordiska bolag							
Knowit	29,4%	7,1%	3,1%	11,9%	8,0%	9,2%	-0,6%	6,8%	12,9%	7,4%	-20,0%	22,1%
NNIT	-	60,5%	9,2%	-87,1%	nm	-23,0%	nm	nm	69,0%	263,4%	nm	-29,5%
Netcompany Group	37,7%	10,7%	11,8%	20,2%	-1,6%	14,8%	10,0%	0,7%	19,3%	12,5%	-3,3%	31,0%
SWECO	13,6%	13,3%	5,6%	9,3%	2,7%	4,8%	13,5%	16,2%	6,9%	16,0%	14,5%	9,9%
Bouvet	-	12,9%	11,9%	8,4%	5,2%	12,2%	8,0%	0,8%	14,2%	8,3%	0,9%	13,6%
AFRY	19,4%	11,4%	4,3%	15,1%	15,0%	6,5%	21,7%	30,3%	8,2%	11,1%	41,4%	8,8%
BTS Group	26,0%	10,1%	11,5%	9,2%	5,2%	17,6%	10,1%	1,8%	26,9%	-13,7%	5,6%	24,2%
Mean	**18,1%**	**11,8%**	**7,8%**	**27,0%**	**7,1%**	**8,2%**	**-82,5%**	**12,2%**	**17,7%**	**33,7%**	**0,2%**	**10,7%**
Median	**17,3%**	**10,4%**	**6,1%**	**9,2%**	**4,8%**	**8,1%**	**8,0%**	**4,4%**	**13,5%**	**9,7%**	**3,2%**	**11,8%**

Källa: Factset

DCF

Givet den låga volatiliteten i intäkter och den stabila lönsamheten, anser vi att en DCF är den mest korrekta metodiken för att värdera BTS. Bolaget har även historiskt haft en stabil kapitalbindning, vilket underlättar en DCF-analys. Givet att vi i dagsläget ser en ökad osäkerhet på BTS marknad höjer vi vårt antagande för WACC till 8,5% från 8%. Givet att bolagets mix kommer ändras när tillväxten avtar anser vi det som rimligt att EBIT-marginalen kommer röra sig mot 15%. Givet förändringen i WACC sänker vi vårt motiverade värde till 370-380 kr mot tidigare 400-410 kr.

DCF-värdering

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	3 225
Nuvärdet av terminalvärde	3 734
Företagsvärde (EV)	**6 959**
Nettoskuld, senast rapporterad	-224
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	7 183
Antal utstående aktier, full utspädning	19
Eget kapital per aktie	**371**

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

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Capex, % av omsättning	5,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	3,5%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	53,7%

Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	7,5%	389	412	439	471	510
	8,0%	361	380	402	428	459
WACC	8,5%	336	352	371	392	417
	9,0%	315	329	344	362	383
	9,5%	296	308	321	336	353

		Långsiktig EBIT-marginal				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
	7,5%	329	384	439	494	549
	8,0%	304	353	402	451	500
WACC	8,5%	283	327	371	414	458
	9,0%	265	305	344	383	423
	9,5%	250	285	321	357	392

Källa: EPB

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 370-380 kr i BTS. Givet den historiskt låga volatiliteten i avkastning på eget kapital bedömer vi att man kommer att fortsätta handla till en premie mot andra konsulter på stockholmsbörsen.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**1 243**	**1 598**	**1 865**	**1 464**	**1 917**	**2 530**	**2 843**	**3 220**	**3 511**
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	49	0	0	0	0
Totala intäkter	**1 243**	**1 598**	**1 865**	**1 464**	**1 966**	**2 530**	**2 843**	**3 220**	**3 511**
Bruttoresultat	**1 243**	**1 598**	**1 865**	**1 464**	**1 966**	**2 530**	**2 843**	**3 220**	**3 511**
Övriga rörelsekostnader	-1 092	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 415	-2 715	-2 939
EBITDA	**151**	**214**	**311**	**155**	**408**	**420**	**428**	**505**	**573**
EBITDA, justerad	**151**	**214**	**311**	**155**	**408**	**420**	**428**	**505**	**573**
Avskrivningar	-9	-12	-66	-65	-71	-72	-78	-75	-75
EBITA, justerad	**142**	**202**	**245**	**90**	**337**	**349**	**350**	**430**	**498**
Amortering	-10	-18	-20	-26	-33	-46	-44	-45	-45
EBIT	**132**	**183**	**226**	**65**	**305**	**303**	**306**	**385**	**453**
EBIT, justerad	**132**	**183**	**226**	**65**	**255**	**303**	**306**	**385**	**453**
Finansnetto	-1	-4	-9	-14	-16	-14	-17	-22	-18
Resultat före skatt	**131**	**180**	**216**	**51**	**289**	**289**	**289**	**363**	**435**
Resultat före skatt, justerad	**131**	**180**	**216**	**51**	**239**	**289**	**289**	**363**	**435**
Total skatt	-33	-54	-66	-16	-74	-91	-77	-113	-130
Nettoresultat	**98**	**126**	**151**	**35**	**215**	**198**	**212**	**251**	**304**
Nettoresultat, justerad	**98**	**126**	**151**	**35**	**165**	**198**	**212**	**251**	**304**
Intäktstillväxt	*-*	*29%*	*17%*	*-22%*	*34%*	*29%*	*12%*	*13%*	*9%*
Bruttomarginal	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*>100%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*
EBIT-marginal, justerad	*10,7%*	*11,5%*	*12,1%*	*4,4%*	*13,3%*	*12,0%*	*10,8%*	*12,0%*	*12,9%*
EPS, justerad	*5,20*	*6,63*	*7,80*	*1,82*	*8,53*	*10,2*	*10,9*	*12,9*	*15,7*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*28%*	*18%*	*-77%*	*>100%*	*20%*	*7%*	*18%*	*21%*

Källa: BTS Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	132	183	226	65	305	303	306	385	453
Övriga kassaflödesposter	-33	-23	10	35	12	48	29	-15	-28
Förändringar i rörelsekapital	-1	-2	-18	143	-5	-152	-7	-87	-67
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**98**	**158**	**217**	**242**	**312**	**199**	**328**	**284**	**357**
Investeringar i anläggningstillgångar	-18	-19	-	-12	-12	-61	-50	-50	-50
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-	-8	-7	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-63	-18	-38	-127	-163	-15	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-80**	**-37**	**-38**	**-148**	**-182**	**-76**	**-50**	**-50**	**-50**
Fritt kassaflöde	**18**	**121**	**180**	**95**	**130**	**123**	**278**	**234**	**307**
Nyemission / återköp	-	6	23	-	-	-	-	-	-
Förändring av skulder	101	-23	-	328	-79	-116	0	0	0
Utdelningar	-47	-53	-69	-69	-23	-93	-105	-107	-126
Övriga poster	0	0	-86	-46	-58	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**55**	**-71**	**-132**	**213**	**-161**	**-209**	**-105**	**-107**	**-126**
Kassaflöde	**73**	**50**	**47**	**307**	**-30**	**-85**	**173**	**127**	**181**
Nettoskuld	**-200**	**-262**	**-316**	**-591**	**-594**	**-577**	**-750**	**-878**	**-1 059**

Källa: BTS Group, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	421	455	536	549	830	909	865	820	774
Övriga immateriella tillgångar	87	72	82	75	115	121	121	121	121
Materiella anläggningstillgångar	34	39	220	185	180	186	158	133	108
Finansiella anläggningstillgångar	8	15	13	17	22	28	28	28	28
Summa anläggningstillgångar	**550**	**581**	**851**	**826**	**1 147**	**1 244**	**1 171**	**1 101**	**1 030**
Kundfordringar	335	512	514	409	557	723	796	902	983
Övriga omsättningstillgångar	141	172	187	134	194	215	215	215	215
Likvida medel och kortfristiga placeringar	200	262	316	591	594	577	750	878	1 059
Summa omsättningstillgångar	**676**	**947**	**1 018**	**1 134**	**1 345**	**1 515**	**1 761**	**1 994**	**2 257**
SUMMA TILLGÅNGAR	**1 226**	**1 528**	**1 869**	**1 960**	**2 492**	**2 758**	**2 932**	**3 095**	**3 287**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	581	704	840	710	983	1 213	1 320	1 464	1 643
Summa eget kapital	**581**	**704**	**840**	**710**	**983**	**1 213**	**1 320**	**1 464**	**1 643**
Övriga långfristiga skulder	305	284	364	431	543	543	543	543	543
Summa långfristiga skulder	**305**	**284**	**364**	**431**	**543**	**543**	**543**	**543**	**543**
Övriga kortfristiga skulder	341	540	665	820	966	1 003	1 069	1 088	1 103
Summa kortfristiga skulder	**341**	**540**	**665**	**820**	**966**	**1 003**	**1 069**	**1 088**	**1 103**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**1 226**	**1 528**	**1 869**	**1 960**	**2 492**	**2 758**	**2 932**	**3 095**	**3 288**

Källa: BTS Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	29%	17%	-22%	34%	29%	12%	13%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	42%	45%	-50%	>100%	3%	2%	18%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	39%	23%	-71%	>100%	19%	1%	26%	18%
EPS-tillväxt, justerad	-	28%	18%	-77%	>100%	20%	7%	18%	21%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	15,7%	16,3%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	13,4%	16,7%	10,6%	21,3%	16,6%	15,1%	15,7%	16,3%
EBIT-marginal	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	15,9%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
EBIT-marginal, justerad	10,7%	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,8%	12,0%	12,9%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,8%	7,5%	7,8%	8,7%

Källa: BTS Group, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	20%	20%	5%	20%	18%	17%	18%	20%
ROCE, justerad	Neg.	29%	29%	8%	30%	28%	24%	28%	29%
ROIC, justerad	Neg.	45%	47%	20%	>100%	59%	51%	67%	77%

Källa: BTS Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	27%	32%	28%	28%	28%	29%	28%	28%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	39%	43%	63%	62%	48%	44%	40%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	9%	2%	-19%	-11%	-3%	-2%	1%	3%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,2x	2,1x

Källa: BTS Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-200	-262	-316	-591	-594	-577	-750	-878	-1 059
Soliditet	47%	46%	45%	36%	39%	44%	45%	47%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,4x	-0,4x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,6x	-0,6x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,5x	-1,4x	-1,8x	-1,7x	-1,8x

Källa: BTS Group, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	5,20	6,63	7,80	1,82	11,1	10,2	10,9	12,9	15,7
EPS, justerad	5,20	6,63	7,80	1,82	8,53	10,2	10,9	12,9	15,7
FCF per aktie	0,95	6,36	9,29	4,90	6,72	6,37	14,4	12,1	15,9
Utdelning per aktie	2,80	3,60	3,60	1,20	4,80	5,40	5,50	6,50	7,80
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,9	19,0	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4

Källa: BTS Group, EPB

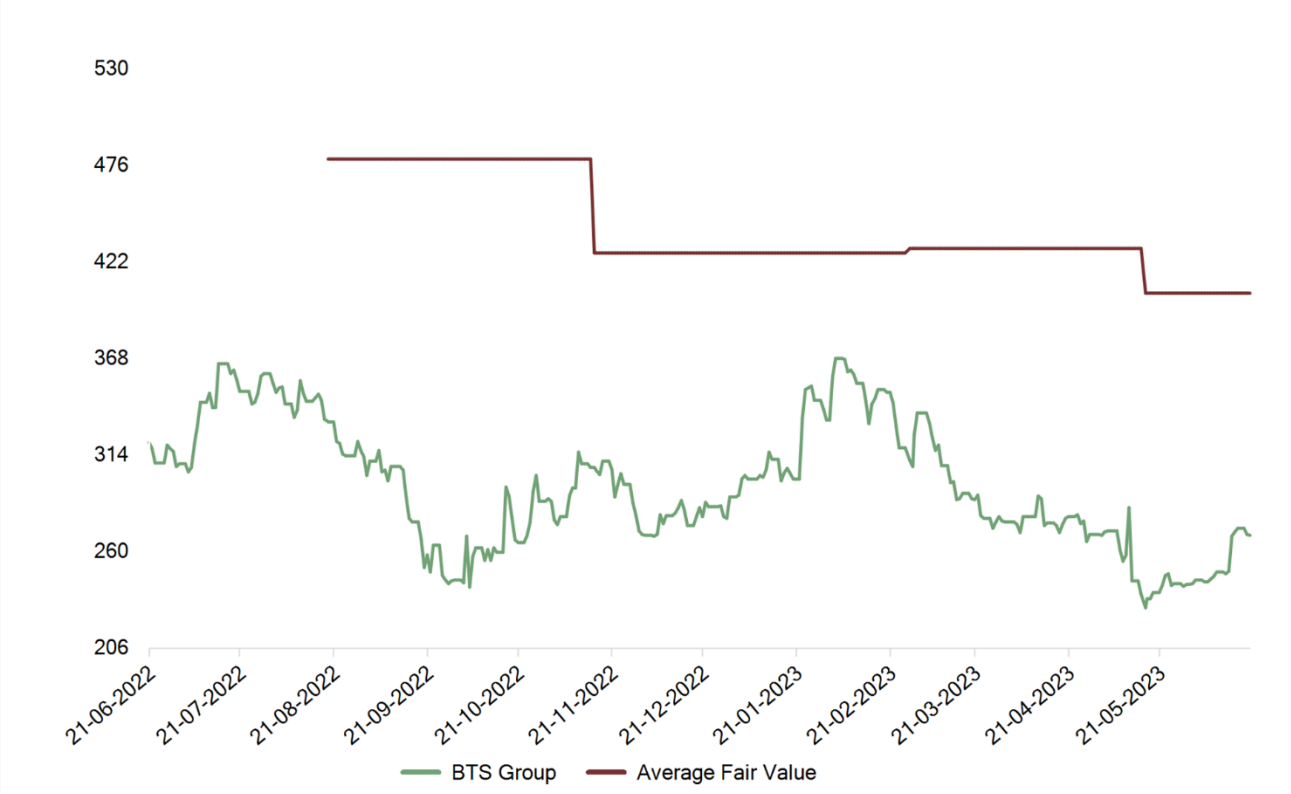
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	18,0x	19,1x	30,5x	119,0x	47,2x	28,5x	24,6x	20,8x	17,2x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	98,0x	20,0x	25,6x	44,3x	60,0x	45,7x	18,8x	22,3x	17,0x
FCF-yield	1%	5%	4%	2%	2%	2%	5%	4%	6%
Direktavkastning	3,0%	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	1,9%	2,0%	2,4%	2,9%
Utdelningsandel, justerad	53,8%	54,3%	46,2%	65,8%	56,3%	52,9%	50,2%	50,3%	49,7%
EV/Sales	1,3x	1,3x	2,3x	2,5x	3,7x	2,0x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	10,4x	10,1x	13,8x	23,2x	17,7x	12,0x	11,7x	9,9x	8,7x
EV/EBIT, justerad	11,8x	11,7x	19,0x	55,7x	28,3x	16,7x	16,4x	13,0x	11,0x
EV	1 566	2 153	4 281	3 600	7 213	5 061	4 997	4 997	4 997
Aktiekurs	93,5	127	238	217	403	291	270	270	270

Källa: BTS Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

BTS Group (BTSB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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

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

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

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

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

Allmänt

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

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se