



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 06 maj 2024

BTS Group**Rör sig mot enklare jämförelsetal****Sämrre än marknadens esitmat...**

Omsättningen i kvartalet uppgick till 619 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 7%. Det var i linje med konsensusestimaten. EBITA uppgick till 58 mkr, vilket motsvarar en marginal om 9,5%, ca 6% lägre än konsensus. Givet att Q1 är BTS minsta kvartal motsvarade avvikelserna ca 2% på konsensus helårsestimat. Det lägre resultatet i kvartalet går främst att förklara med att EBITA marginalen i Europa sjönk till 9,6% från 10,2%. Marknaden i Europa är fortsatt avvaktande och ett antal projekt har skjutits till H2'24. EPS i kvartalet uppgick till 2,75 kr. I posten ingår en positiv revidering av tilläggsköpeskillningar och justerat för denna post uppgick till EPS till 1,3 kr, vilket var ca 0,3 kr lägre än konsensusestimaten. Under kvartalet har bolaget lanserat konceptet BTS Total Access, som innebär att BTS jobbar närmare kunder med att utveckla och driva förändringsarbete på egen hand med stöd av BTS-utvecklat material på b.l.a. prenumerationsbasis. Konceptet stod för 4% av omsättningen i Q1.

...men under årets svagaste kvartal...

Trots en svagare inledning på EBITA-nivå, bedömer vi att försäljningen kommer fortsätta att utvecklas väl under 2024. Givet att jämförelsetalen blir lättare bedömer vi att den organiska tillväxten kommer att accelerera under året. Den svagare starten än väntat på året gör dock att vi sänker våra EBITA-estimat med 5,9% under innevarande år och 4,7% 2025. På innevarande år sänker vi justerad EPS med 10,1%. Våra estimat för rapporterad EPS stiger dock med 2,8% som en följd av de tilläggsköpeskillningar som inte betalas ut.

...med enklare jämförelsetal

Baserat på en svagare start på året än vad vi räknat med samt en fortsatt utmanande marknad höjer vi vår WACC till 9% från tidigare 8,5%. Som en följd av detta justerar vi vårt motiverade värde till 350-390 kr (380-400). Vi bedömer att bolaget kommer trots en utmanande marknad fortsätta visa en succesivt förbättrad marginal de kommande kvartal

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	350 - 390 kr	
Totala intäkter	0,0%	-0,4%	1,2%	2 683	2 893	3 199	3 499	Aktiekurs	330 kr	
EBITDA, just.	-4,7%	-4,0%	-2,4%	Tillväxt	6%	8%	11%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	-10,1%	-5,5%	-3,2%	EBITDA, just.	422	475	529	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	288	337	399			
Q2 - rapport	15 augusti 2024			EPS, just.	11,1	11,3	13,8	Intressekonflikter		
Q3 - rapport	08 november 2024			EPS-tillväxt, just.	8%	2%	22%	Yes No		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	5,7	6,5	6,8	Likviditetsgarant		✓
Antal aktier	19m			EBIT-marginal	10,7%	11,6%	12,5%	Certified adviser		✓
Börsvärde	6 393			ROE, just.	17,0%	15,9%	17,7%	Transaktioner 12m		✓
Nettoskuld	-196			ROCE, just.	22,9%	24,6%	26,5%			
EV	6 197			EV/Sales	2,1x	2,1x	1,9x			
Free float	81%			EV/EBITDA	13,1x	13,0x	11,7x			
Daglig handelsvolym, snitt	6k			EV/EBIT	19,2x	18,4x	15,5x			
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			P/E, just.	26,8x	29,3x	24,0x			
Analytiker				P/EK	Neg.	Neg.	Neg.			
Rikard Engberg				Direktavkastning	1,9%	2,0%	2,0%			
rikard.engberg@carnegie.se				FCF yield	1%	3%	4%			
				Nettoskuld/EBITDA	-1,3x	-1,3x	-1,5x			

Investment case

BTS är marknadsledande inom simulering och implementering av företagsstrategier. Bolaget har sedan börsnoteringen 2001 ökat omsättningen med ca 13% per år, valutajusterat, och EBITA med 16% per år. Detta är betydligt högre än marknaden för management consulting, som har växt med 6-8% under samma period. Vi bedömer att detta går att förklara med främst tre aspekter:

1) Genom åren har bolaget 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) BTS har lyckats komplettera verksamheten med förvärv.

3) Historiskt har man visat mycket hög personalnöjdhet – en följd av en entreprenöriell, resultatnriktad och stark kultur som leder till engagemang. Detta är en nyckel för att bibehålla 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 en organisation. 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 BTS 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 levererat 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 bolagen 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 härrör från att bolagets tjänster efterfrågas i de flesta ekonomiska klimat samt att bolaget förlitar sig på återkommande kunder som i kristider investerar i simuleringar och strategiimplementering för att utveckla nya strategier.

BTS är ett globalt bolag med ca 1 150 anställda. Bolagets främsta marknad är Nordamerika som stod för ca 50% av omsättningen under 2023. Europa stod för 18% av omsättningen. Övriga marknader stod för 27% av omsättningen. Den globala närvaron är en följd av de mindre förvärv som BTS genomfört under åren sedan 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 aktien. Vår DCF ger ett värde om 350-390 kr. Vi bedömer att de främsta kurstriggarna, utöver en fortsatt stigande marginal, är nya, mindre förvärv som stärker den organiska tillväxten samt att de åtgärdsprogram som inletts börjar visa avtryck i marginalen.

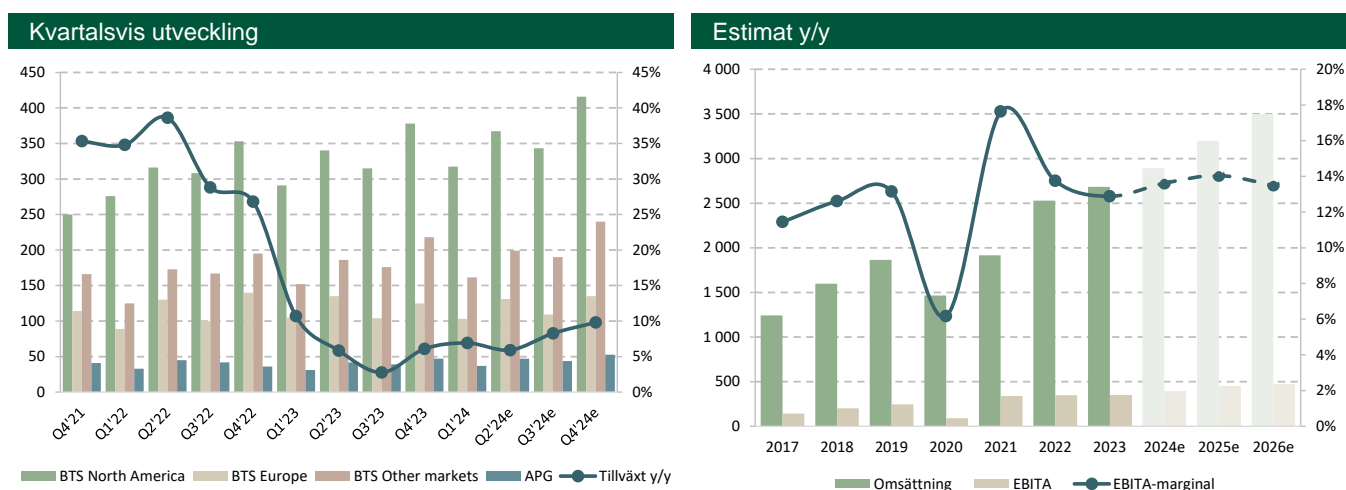
Kvartalet i korthet

BTS Nordamerika: Omsättningen i kvartalet uppgick till 317 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 10% y/y. EBITA i kvartalet uppgick till 33,8 mkr, vilket motsvarar en marginal om 10,7%. Under kvartalet fortsatte den positiva trend bolaget sett från kunder inom tech och mjukvara, men bolaget ser en fortsatt försiktighet från andra industrier. Vi bedömer således en fortsatt förbättring under året som trolig.

BTS Europa: Omsättningen i kvartalet uppgick till 103 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om -4% y/y. EBITA i kvartalet uppgick till 9,8 mkr, vilket motsvarar en marginal om 9,6%. Under Q1 har den europeiska marknaden varit fortsatt avvaktande. Under kvartalet har ett antal kunder skrivit avtal om leverans under H2'24, vilket gör att vi bedömer att tillväxten från denna region kan vända då.

BTS Other Markets: Omsättningen i kvartalet uppgick till 162 mkr, vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 8% y/y. EBITA uppgick till 12,1 mkr, vilket motsvarar en marginal om 7,5%. Mellanöstern är en fortsatt stark marknad samtidigt som bolaget ser en mer avvaktande marknad i Kina och Sydkorea.

Sammanfattningsvis ser vi att BTS befinner sig i en positiv trend för lönsamhet men att marknaden kommer vara fortsatt utmanande under H1'24. Bolaget kommer börja se enklare jämförelsetal under främst H2'24.



Källa: BTS, Penser by Carnegie

Källa: Penser by Carnegie

Kvartalsvisa estimat innevarande år

	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e
Försäljning BTS North America	175	210	238	251	250	276	316	308	353	291	340	315	378	317	367	343	416
Försäljning BTS Europe	92	70	93	77	114	89	130	100	140	105	135	104	125	103	131	109	135
Försäljning BTS other markets	124	84	119	124	166	125	173	167	195	152	186	176	218	162	199	190	240
APG	31	24	29	27	41	33	45	42	36	31	42	39	47	37	47	44	53
Total Försäljning	422	388	479	479	571	533	664	617	724	579	703	634	768	619	744	686	843
Rörelsens kostnader	361	331	384	397	446	449	534	533	593	513	580	562	606	539	621	570	687
Avskrivningar PPE	-16	-8	-8	-8	-25	-18	-18	-18	-20	-18	-17	-18	-23	-21	-20	-20	-20
Avskrivningar immateriella	-7	-16	-14	-17	-10	-11	-11	-12	-9	-11	-14	-16	-17	-15	-14	-14	-14
EBIT	37	34	74	57	91	45	101	54	102	37	92	38	122	43	89	83	122
Finansnetto	-4	-4	-4	-5	-4	-3	-4	-4	-3	-4	-5	-8	-7	21	-6	-6	0
Intresatoblag	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	28	28	0	0	0	0
Resultat före skatt	34	30	69	53	87	42	96	51	99	33	88	59	144	64	83	77	122
Beräknad skatt	0	-9	-21	-17	-27	-13	-30	-15	-31	-10	-27	-10	-33	-11	-25	-23	-35
Periodens resultat	34	21	48	36	60	29	66	35	68	22	61	49	110	53	58	54	87
Tillväxt North America y/y	0	0	0	0	43%	31%	33%	23%	41%	5%	8%	2%	7%	9%	8%	9%	10%
Tillväxt Europe y/y	0	0	0	0	24%	27%	40%	30%	23%	18%	4%	4%	-11%	-2%	-3%	5%	8%
Tillväxt other Markets y/y	0	0	0	0	34%	49%	45%	35%	17%	22%	8%	5%	12%	6%	7%	8%	10%
Tillväxt APG y/y	0	0	0	0	32%	38%	55%	56%	-12%	-6%	-7%	-7%	31%	19%	12%	12%	12%
EBITA	45	50	88	74	100	56	112	66	111	48	106	54	139	59	103	97	136
EBIT-Marginal	26%	13%	18%	15%	18%	11%	17%	11%	15%	8%	15%	9%	18%	9%	14%	14%	16%
EBIT-marginal	9%	9%	15%	12%	16%	9%	15%	9%	14%	6%	13%	6%	16%	7%	12%	12%	14%
EPS	1,7	1,1	2,5	1,9	3,1	1,5	3,4	1,8	3,5	1,1	3,1	2,5	5,7	2,8	3,0	2,8	4,5
EPS-tillväxt y/y	0	0	0	0	79%	38%	37%	-2%	13%	-23%	-8%	37%	64%	136%	-4%	10%	-21%

Källa: BTS, Penser by Carnegie

Estimatförändringar

	Estimatförändringar						
	Nya estimat			Gamla estimat			
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	
Försäljning	2 893	3 199	3 499	Försäljning	2 892	3 213	3 457
Rörelsens kostnader	-2 417	-2 670	-2 946	Rörelsens kostnader	-2 393	-2 661	-2 890
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-81	-80	-80	Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-80	-80	-80
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-57	-50	-50	Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-50	-50	-50
EBIT	337	399	423	EBIT	369	421	436
Finansnetto	-25	-18	-18	Finansnetto	-22	-18	-18
Resultat före skatt	312	381	405	Resultat före skatt	347	403	418
Skatt	-94	-114	-121	Skatt	-104	-121	-125
Periodens resultat	218	267	283	Periodens resultat	243	282	293
EPS	12,7	13,8	14,6	EPS	12,5	14,6	15,1
EBITA	394	449	473	EBITA	419	471	486
Estimatförändringar %							
Försäljning	0,0%	-0,4%	1,2%				
EBITA	-5,9%	-4,7%	-2,8%				
EPS	1,5%	-5,5%	-3,2%				

Källa: BTS, Penser by Carnegie

Värdering

DCF		
Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 666	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	4 010	Riskpremium 5,5%
Företagsvärde (EV)	6 676	Småbolagspremium 0,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-196	Extra riskpremium 1,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC 9,0%
Eget kapital	6 872	Långsiktig tillväxt 2,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	19	Långsiktig EBIT-marginal 15,5%
Eget kapital per aktie	355	Avskrivningar, % av omsättning 5,0%
<i>Källa: Pensar by Carnegie</i>		Capex, % av omsättning 4,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 5,0%
		Skattesats 22,0%
		Terminalvärde, % av EV 60,1%

Känslighetstabell

Känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	8,0%	12%	13%	16%	15%	16%
8,0%	374	397	423	454	492	352	372	423	413	433	433
8,5%	345	364	386	412	442	322	341	386	377	395	395
WACC 9,0%	320	336	355	376	401	297	314	355	347	363	363
9,5%	298	312	328	346	366	276	291	328	320	335	335
10,0%	278	290	304	319	337	257	270	304	297	311	311

Källa: Pensar by Carnegie

Referensgrupp

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Mind Gym	528	536	0,81x	-	-	-	-	-	-	-	-	nm	-	-
Korn Ferry	36 491	34 487	1,12x	1,12x	1,05x	8,12	7,33	6,69	10,2x	8,9x	7,9x	22,4x	13,9x	12,1x
Heidrick & Struggles Intl	7 092	3 278	0,27x	0,27x	0,25x	1,68	3,00	2,68	2,0x	4,9x	3,5x	12,4x	15,9x	12,4x
Accenture	2 303 142	2 291 413	3,28x	3,25x	3,06x	17,44	17,39	15,93	21,0x	21,0x	19,5x	30,7x	28,0x	26,1x
Capgemini	425 167	454 388	1,75x	1,72x	1,62x	12,00	10,57	9,70	15,3x	12,7x	11,7x	22,0x	17,8x	16,0x
Nordic Peers														
Knowit AB	4 331	5 304	0,75x	0,76x	0,72x	7,86	7,44	6,61	16,3x	14,2x	10,9x	nm	15,4x	11,7x
NNIT A/S	4 164	4 257	1,60x	1,41x	1,24x	19,22	11,48	8,00	23,9x	13,3x	9,0x	-	17,2x	11,4x
Netcompany Group	21 935	24 986	2,68x	2,44x	2,22x	18,08	14,64	12,28	28,2x	19,9x	15,5x	46,5x	25,3x	18,6x
Sweco AB Class B	43 772	48 819	1,71x	1,60x	1,53x	12,93	12,30	11,62	20,1x	17,5x	15,7x	25,9x	22,1x	19,1x
Bouvet ASA	6 262	6 153	1,77x	1,60x	1,46x	12,42	11,56	10,75	15,4x	14,6x	13,4x	19,7x	19,0x	17,4x
AFRY AB Class B	19 366	26 058	0,97x	0,94x	0,89x	9,59	8,72	8,16	14,7x	12,5x	11,2x	17,6x	13,5x	11,5x
BTS Group AB Class B	6 352	6 122	2,28x	2,12x	1,92x	14,35	12,56	11,20	20,9x	17,5x	15,0x	29,6x	27,4x	23,0x
Mean			1,58x	1,56x	1,45x	12,15	10,64	9,42	17,1x	14,3x	12,1x	25,2x	19,6x	16,3x
Median			1,66x	1,60x	1,46x	12,42	11,48	9,70	16,3x	14,2x	11,7x	22,4x	17,8x	16,0x

Källa: Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 598	1 865	1 464	1 917	2 529	2 683	2 893	3 199	3 499
Övriga rörelsekostnader	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 261	-2 417	-2 670	-2 946
EBITDA	214	311	155	359	419	422	475	529	553
EBITDA, justerad	214	311	155	359	419	422	475	529	553
Avskrivningar	-12	-66	-65	-71	-72	-76	-81	-80	-80
EBITA, justerad	202	245	90	288	348	346	394	449	473
Avskrivningar immateriella tillgångar	-18	-20	-26	-33	-45	-58	-57	-50	-50
EBIT	183	226	65	256	303	288	337	399	423
EBIT, justerad	183	226	65	256	303	288	337	399	423
Finansnetto	-4	-9	-14	-16	-14	6	3	-18	-18
Resultat före skatt	180	216	51	240	289	295	340	381	405
Resultat före skatt, justerad	180	216	51	240	289	295	312	381	405
Total skatt	-54	-66	-16	-75	-90	-80	-94	-114	-121
Nettoresultat	126	151	35	165	199	214	246	267	283
Nettoresultat, justerad	126	151	35	165	199	214	218	267	283
Omsättningstillväxt	Neg.	17%	-22%	31%	32%	6%	8%	11%	9%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,7%	11,6%	12,5%	12,1%
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	11,3	13,8	14,6
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	18%	-77%	367%	20%	8%	2%	22%	6%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	183	226	65	256	303	288	337	399	423
Övriga kassaflödesposter	-23	5	40	12	48	41	20	-2	-9
Förändringar i rörelsekapital	-2	-18	143	-5	-152	-164	-67	-45	-72
Kassaflöde från den operationella verksamheten	158	212	247	263	199	165	290	352	341
Investeringar i anläggningstillgångar	-19	-16	-	-12	-61	-40	-80	-80	-80
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-10	-	-7	0	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-18	-12	-149	-163	-15	-65	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-37	-38	-149	-182	-76	-105	-80	-80	-80
Fritt kassaflöde	121	175	98	81	123	60	210	272	261
Nyemission / återköp	-	23	0	-	-	-	-	-	-
Förändring av skulder	-23	-38	-	-79	-116	74	0	0	0
Utdelningar	-53	-69	-69	-23	-93	-105	-110	-126	-131
Övriga poster	0	-48	-86	-59	0	-53	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-76	-132	-155	-161	-209	-84	-110	-126	-131
Kassaflöde	44	42	-57	-80	-85	-24	99	146	130
Nettoskuld	-262	-316	-591	-594	-577	-532	-631	-778	-909

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	455	536	549	830	909	1 104	1 047	997	946
Övriga immateriella tillgångar	72	82	75	115	121	154	154	154	154
Materiella anläggningstillgångar	39	220	185	180	186	180	179	179	179
Finansiella anläggningstillgångar	15	13	17	22	28	28	28	28	28
Summa anläggningstillgångar	581	851	826	1 147	1 244	1 466	1 408	1 358	1 307
Kundfordringar	512	514	409	557	723	714	868	928	1 015
Övriga omsättningstillgångar	172	187	134	194	215	243	243	243	243
Likvida medel och kortfristiga placeringar	262	316	591	594	577	532	631	778	909
Summa omsättningstillgångar	947	1 018	1 134	1 345	1 515	1 490	1 743	1 949	2 167
SUMMA TILLGÅNGAR	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 956	3 150	3 307	3 474
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	704	840	710	983	1 213	1 301	1 437	1 578	1 730
Summa eget kapital	704	840	710	983	1 213	1 301	1 437	1 578	1 730
Övriga långfristiga skulder	284	364	431	543	508	592	592	592	592
Summa långfristiga skulder	284	364	431	543	508	592	592	592	592
Övriga kortfristiga skulder	540	665	820	966	1 036	1 064	1 123	1 138	1 153
Summa kortfristiga skulder	540	665	820	966	1 036	1 064	1 123	1 138	1 153
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 957	3 151	3 307	3 475

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	17%	-22%	31%	32%	6%	8%	11%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	45%	-50%	131%	17%	1%	13%	11%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	23%	-71%	295%	18%	-5%	17%	19%	6%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	18%	-77%	367%	20%	8%	2%	22%	6%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	13,4%	16,7%	10,6%	18,8%	16,6%	15,7%	16,4%	16,5%	15,8%
EBITDA-marginal, justerad	13,4%	16,7%	10,6%	18,8%	16,6%	15,7%	16,4%	16,5%	15,8%
EBIT-marginal	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,7%	11,6%	12,5%	12,1%
EBIT-marginal, justerad	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,7%	11,6%	12,5%	12,1%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,9%	8,0%	7,5%	8,3%	8,1%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	5%	19%	18%	17%	16%	18%	17%
ROCE, justerad	Neg.	29%	8%	30%	28%	23%	25%	26%	26%
ROIC, justerad	Neg.	47%	20%	>100%	59%	41%	43%	50%	52%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	32%	28%	28%	29%	29%	27%	30%	29%	29%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	39%	43%	63%	62%	49%	47%	46%	43%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	2%	-19%	-11%	-4%	-4%	0%	1%	3%
Kapitalomsättningshastighet	2,3x	2,2x	2,1x	1,9x	2,1x	2,1x	2,0x	2,0x	2,0x

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-262	-316	-591	-594	-577	-532	-631	-778	-909
Soliditet	46%	45%	36%	39%	44%	44%	46%	48%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,4x	-0,8x	-0,6x	-0,5x	-0,4x	-0,4x	-0,5x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-1,2x	-1,0x	-3,8x	-1,7x	-1,4x	-1,3x	-1,3x	-1,5x	-1,6x

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	12,7	13,8	14,6
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	11,3	13,8	14,6
FCF per aktie	6,36	9,04	5,07	4,19	6,37	3,08	10,8	14,1	13,5
Utdelning per aktie	3,60	3,60	1,20	4,80	5,40	5,70	6,50	6,75	7,00
Antal aktier efter utspädning, snitt	19,0	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	19,1x	30,5x	100x	47,3x	28,4x	26,8x	29,3x	24,0x	22,6x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	20,0x	26,3x	42,8x	96,2x	45,7x	96,2x	30,5x	23,5x	24,5x
FCF-yield	5%	4%	2%	1%	2%	1%	3%	4%	4%
Direktavkastning	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	54,3%	46,2%	65,8%	56,4%	52,6%	51,6%	57,7%	49,0%	47,9%
EV/Sales	0,9x	1,1x	2,7x	1,9x	2,9x	1,9x	2,1x	1,9x	1,8x
EV/EBITDA, justerad	7,1x	6,9x	25,8x	10,0x	17,2x	12,1x	13,0x	11,7x	11,2x
EV/EBIT, justerad	8,3x	9,5x	62,0x	14,1x	23,9x	17,7x	18,4x	15,5x	14,7x
EV	1 515	2 137	4 007	3 610	7 231	5 106	6 197	6 197	6 197
Aktiekurs	127	238	217	403	291	296	330	330	330

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

BTS Group (BTSB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc ansvarar för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95