



## Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 09 oktober 2024

# BTS Group

## Enkla jämförelsetal i Q3 – BTS preview

### Fortsatt utmanande marknad i Europa...

Vi räknar med att omsättningen i Q3'24 uppgår till 677 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 6,8% y/y. Drivande i tillväxten är BTS Nordamerika som vi estimerar växa med 10,0% y/y. Vi bedömer att marknaden i Europa kommer vara fortsatt utmanande, här räknar vi med en minskning om 5,0% y/y. Detta motsvarar dock en återhämtning från Q2'24 då omsättningen i Europa minskade med 23,0% y/y. Vi estimerar EBITA till 97 mkr motsvarande en marginal om 14,1% vilket är något lägre än i Q2'24 men 5,6 procentenheter högre än i Q3'23.

### ...leder till marginella estimatförändringar...

Baserat på den fortsatt utmanande europeiska marknaden sänker vi våra försäljningsestimat med i snitt 0,4% under estimatperioden. Baserat på den lägre omsättningen sjunker EBITDA med i snitt 0,8% under prognosperioden.

### ...men ett intressant läge i aktien

Trots våra estimatjusteringar ser vi ett intressant läge i aktien, givet att Q3'23 var ett svagt kvartal vilket gör jämförelsetalen lätta. Vidare bedömer vi det som sannolikt att bolaget upprepar sin guidning om ett starkare 2024 än 2023 i kvartalsrapporten. Aktien handlas i dagsläget på EV/EBITDA 10,5 NTM vilket är en rabatt om 8,3% mot snittvärderingen de sju senaste åren. Givet de initiativ som bolaget i dagsläget tar för att öka lönsamheten genom olika AI-tillämpningar samt att ett av de senast genomförda förvärven har potential att ha en betydligt högre marginal än resterande del av gruppen ser vi en potential för multiplexpansion. Vi lämnar således vårt motiverade värde om 340–390 kr oförändrat.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	340 - 390 kr	
Totala intäkter	-0,4%	-0,4%	-0,4%	2 683	2 883	3 256	3 562	Aktiekurs	284 kr	
EBITDA, just.	-0,4%	-0,7%	-0,9%	Tillväxt	6%	7%	13%	9%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-0,7%	-0,9%	-1,2%	EBITDA, just.	422	465	523	551	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	288	335	393	421		
Q3 - rapport	08 november 2024			EPS, just.	11,1	11,1	13,6	14,5	<b>Intressekonflikter</b>	
Q4 - rapport	26 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	8%	0%	22%	7%	Yes	No
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				Utdelning per aktie	5,7	6,5	6,8	7,0	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	19m			EBIT-marginal	10,7%	11,6%	12,1%	11,8%	Certified adviser	✓
Börsvärde	5 502			ROE, just.	17,0%	15,7%	17,5%	17,1%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-76			ROCE, just.	17,7%	18,5%	18,7%	18,7%		
EV	5 426			EV/Sales	2,1x	1,9x	1,7x	1,5x		
Free float	81%			EV/EBITDA	13,4x	11,7x	10,4x	9,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	8k			EV/EBIT	19,6x	16,2x	13,8x	12,9x		
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			P/E, just.	26,8x	25,6x	20,9x	19,5x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Rikard Engberg				Direktavkastning	1,9%	2,3%	2,4%	2,5%		
rikard.engberg@carnegie.se				FCF yield	1%	4%	5%	5%		
				Nettoskuld/EBITDA	-0,5x	-0,4x	-0,6x	-0,8x		

## Investment case

BTS är marknadsledande inom simulering och implementering av företagsstrategier. Bolaget har sedan börsnoteringen 2001 ökat omsättningen med ca 12% per år, valutajusterat, och EBITA med 15% per år. Detta är betydligt högre än marknaden för management consulting, som har växt med 6–8% under samma period. Vi bedömer att detta beror på främst tre omständigheter:

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 det 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, resultatriktad 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 börsnoteringen 2001 haft en imponerande utveckling av både omsättning och vinst. Bolagets huvudsakliga produkt är utbildningsprogram (64% av omsättningen 2023). I dessa simuleras strategi och beslutsfattande för stora delar av en organisation. Ett exempel är ett program för en kund inom mjukvaruindustrin som genomfördes under Q4'22, där 30 000 säljare deltog. Under pandemin lyckades BTS ställa om 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 förmåga 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 BTS den lägsta volatiliteten i ROE, vilket vi bedömer motiverar en premie mot andra svenska konsultbolag. Vi bedömer också 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 strategiimplementation för att utveckla nya strategier.

BTS är ett globalt bolag med ca 1 100 anställda. Den främsta marknaden är Nordamerika, som stod för ca 50% av omsättningen under 2023. Europa stod för 18% och övriga marknader för 27%. 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 340–390 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.

# Estimat och estimatförändringar

## Kvartalsvisa estimat innevarande år

	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e
Försäljning BTS North America	291	340	315	378	317	385	347	416
Försäljning BTS Europe	105	135	104	125	103	104	99	128
Försäljning BTS other markets	152	186	176	218	162	200	188	262
APG	31	42	39	47	37	40	44	53
<b>Total Försäljning</b>	<b>579</b>	<b>703</b>	<b>634</b>	<b>768</b>	<b>619</b>	<b>729</b>	<b>677</b>	<b>858</b>
Rörelsens kostnader	-513	-580	-562	-606	-539	-605	-564	-710
Avskrivningar PPE	-18	-17	-18	-23	-21	-14	-18	-18
Avskrivningar immateriella	-11	-14	-16	-17	-15	-16	-14	-14
<b>EBIT</b>	<b>37</b>	<b>92</b>	<b>38</b>	<b>122</b>	<b>43</b>	<b>94</b>	<b>81</b>	<b>116</b>
Finansnetto	-4	-5	-8	-7	21	-6	-6	0
Intressebolag	0	0	28	28	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>33</b>	<b>88</b>	<b>59</b>	<b>144</b>	<b>64</b>	<b>88</b>	<b>75</b>	<b>116</b>
Beräknad skatt	-10	-27	-10	-33	-11	-26	-23	-33
<b>Periodens resultat</b>	<b>22</b>	<b>61</b>	<b>49</b>	<b>110</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>83</b>
Tillväxt North America y/y	5%	8%	2%	7%	9%	13%	10%	10%
Tillväxt Europe y/y	18%	4%	4%	-11%	-2%	-23%	-5%	2%
Tillväxt other Markets y/y	22%	8%	5%	12%	6%	8%	7%	20%
Tillväxt APG y/y	-6%	-7%	-7%	31%	19%	-5%	12%	12%
<b>EBITA</b>	<b>48</b>	<b>106</b>	<b>54</b>	<b>139</b>	<b>59</b>	<b>110</b>	<b>95</b>	<b>130</b>
EBITA-Marginal	8%	15%	9%	18%	9%	15%	14%	15%
EBIT-marginal	6%	13%	6%	16%	7%	13%	12%	14%
EPS	1.1	3.1	2.5	5.7	2.8	3.2	2.7	4.3
EPS tillväxt y/y	-23%	-8%	37%	64%	140%	2%	8%	-25%

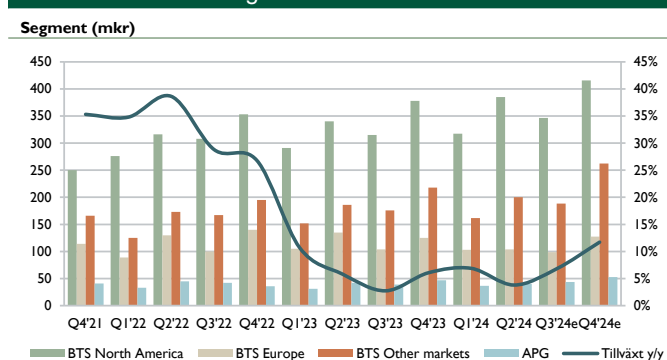
Källa: BTS, Penser by Carnegie

## Estimatförändringar

	Nya estimat			Estimatförändringar			Gamla estimat		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
<b>Försäljning</b>	<b>2 883</b>	<b>3 256</b>	<b>3 562</b>				<b>2 895</b>	<b>3 269</b>	<b>3 577</b>
Rörelsens kostnader	-2 418	-2 732	-3 012				-2 428	-2 742	-3 022
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-71	-80	-80				-71	-80	-80
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-59	-50	-50				-59	-50	-50
<b>EBIT</b>	<b>335</b>	<b>393</b>	<b>421</b>				<b>337</b>	<b>397</b>	<b>426</b>
Finansnetto	-27	-18	-18				-27	-18	-18
Resultat före skatt	308	375	403				310	379	408
Skatt	-93	-113	-121				-94	-114	-122
<b>Periodens resultat</b>	<b>215</b>	<b>263</b>	<b>282</b>				<b>216</b>	<b>265</b>	<b>285</b>
<b>EPS</b>	<b>12.6</b>	<b>13.6</b>	<b>14.5</b>				<b>12.6</b>	<b>13.7</b>	<b>14.7</b>
<b>EBITA</b>	<b>394</b>	<b>443</b>	<b>471</b>				<b>396</b>	<b>447</b>	<b>476</b>
<b>Estimatförändringar %</b>									
Försäljning	-0.4%	-0.4%	-0.4%						
EBITA	-0.5%	-0.8%	-1.0%						
EPS	-2.8%	-0.9%	-1.2%						

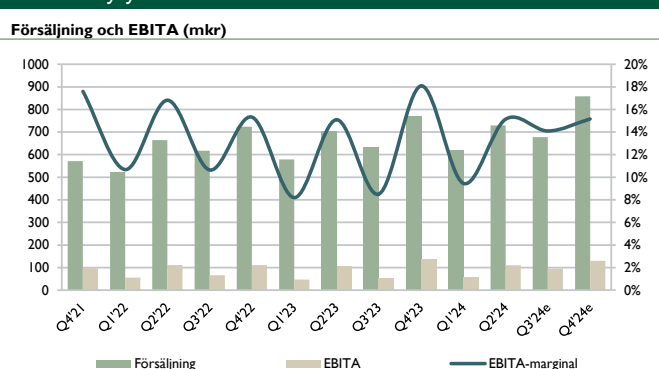
Källa: BTS, Penser by Carnegie

## Kvartalsvis utveckling



Källa: Penser by Carnegie

## Estimat y/y



Källa: Penser by Carnegie

# Värdering

## DCF

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 737	Risikfri ränta 2.5% Långsiktig tillväxt 2.0%
Nuvärdet av terminalvärde	4 355	Riskpremium 5.0% Långsiktig EBIT-marginal 15.5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>6 676</b>	Småbolagspremium 0.0% Avskrivningar, % av omsättning 5.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-76	Extra riskpremium 1.5% Capex, % av omsättning 4.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b> 9.0% Rörelsekapital, % av omsättning 5.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>7 168</b>	Skattesats 22.0%
Antal utstående aktier, full utspädning	19	Terminalvärde, % av EV 65.2%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>370</b>	

Källa: Penser by Carnegie

## Känslighetstabell

### Känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	12%	13%	15%	15%	16%
8.0%	391	415	444	478	518	8.0%	376	398	444	467
8.5%	360	380	404	432	465	8.5%	343	363	404	424
<b>WACC</b> 9.0%	332	350	370	393	420	<b>WACC</b> 9.0%	315	333	370	388
9.5%	309	324	341	360	383	9.5%	291	308	341	357
10.0%	287	300	315	332	351	10.0%	270	285	315	330

Källa: Penser by Carnegie

## Referensgrupp

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2025	2026	LTM	2025	2026	LTM	2025	2026	LTM	2025	2026
Mind Gym	286	295	0.48x	-	-	-	-	-	-	-	-	nm	-	-
Korn Ferry	39 075	38 022	1.33x	1.29x	1.19x	8.94	7.57	6.89	11.2x	9.1x	8.1x	20.7x	13.5x	11.9x
Heidrick & Struggles Intl	7 808	5 682	0.51x	0.50x	-	4.61	5.31	-	5.7x	6.9x	-	19.9x	13.6x	-
Accenture	2 315 677	2 314 156	3.44x	3.23x	3.04x	18.05	16.69	15.62	21.9x	20.6x	19.2x	31.2x	27.8x	25.5x
Cappgemini	360 879	399 932	1.58x	1.53x	1.43x	10.87	9.30	8.77	13.8x	11.1x	10.2x	18.6x	14.5x	13.2x
<b>Nordic Peers</b>														
Knowit AB	4 018	4 937	0.72x	0.72x	0.68x	8.23	6.89	6.10	19.3x	11.9x	10.1x	nm	13.8x	11.2x
NNIT AS	4 682	5 220	1.98x	1.59x	1.45x	23.78	11.60	9.73	29.5x	13.5x	11.1x	-	15.9x	12.9x
Netcompany Group	22 845	25 807	2.69x	2.30x	2.08x	17.28	12.28	10.85	25.3x	15.6x	13.5x	41.2x	18.9x	15.1x
Sweco AB Class B	63 106	68 798	2.30x	2.12x	2.02x	17.19	16.65	15.71	26.7x	21.2x	19.0x	35.0x	26.7x	23.3x
Bouvet ASA	6 794	6 800	1.85x	1.61x	1.48x	12.26	10.81	10.46	15.3x	13.4x	12.6x	19.4x	17.3x	16.1x
AFRY AB Class B	20 623	26 533	0.97x	0.92x	0.87x	9.62	8.25	7.45	14.2x	11.4x	10.0x	17.3x	12.1x	10.5x
BTS Group AB Class B	5 567	5 491	2.00x	1.71x	1.57x	12.55	10.37	9.48	18.4x	13.9x	12.3x	22.7x	20.9x	18.5x
<b>Mean</b>			<b>1.66x</b>	<b>1.59x</b>	<b>1.58x</b>	<b>13.03</b>	<b>10.52</b>	<b>10.11</b>	<b>18.3x</b>	<b>13.5x</b>	<b>12.6x</b>	<b>25.1x</b>	<b>17.7x</b>	<b>15.8x</b>
<b>Median</b>			<b>1.72x</b>	<b>1.59x</b>	<b>1.47x</b>	<b>12.26</b>	<b>10.37</b>	<b>9.60</b>	<b>18.4x</b>	<b>13.4x</b>	<b>11.7x</b>	<b>20.7x</b>	<b>15.9x</b>	<b>14.2x</b>

Källa: FactSet

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1 598</b>	<b>1 865</b>	<b>1 464</b>	<b>1 917</b>	<b>2 529</b>	<b>2 683</b>	<b>2 883</b>	<b>3 256</b>	<b>3 562</b>
Övriga rörelsekostnader	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 261	-2 418	-2 732	-3 012
<b>EBITDA</b>	<b>214</b>	<b>311</b>	<b>155</b>	<b>359</b>	<b>419</b>	<b>422</b>	<b>465</b>	<b>523</b>	<b>551</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>214</b>	<b>311</b>	<b>155</b>	<b>359</b>	<b>419</b>	<b>422</b>	<b>465</b>	<b>523</b>	<b>551</b>
Avskrivningar	-12	-66	-65	-71	-72	-76	-71	-80	-80
<b>EBITA, justerad</b>	<b>202</b>	<b>245</b>	<b>90</b>	<b>288</b>	<b>348</b>	<b>346</b>	<b>394</b>	<b>443</b>	<b>471</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-18	-20	-26	-33	-45	-58	-59	-50	-50
<b>EBIT</b>	<b>183</b>	<b>226</b>	<b>65</b>	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>288</b>	<b>335</b>	<b>393</b>	<b>421</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>183</b>	<b>226</b>	<b>65</b>	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>288</b>	<b>335</b>	<b>393</b>	<b>421</b>
Finansnetto	-4	-9	-14	-16	-14	6	1	-18	-18
<b>Resultat före skatt</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	<b>51</b>	<b>240</b>	<b>289</b>	<b>295</b>	<b>336</b>	<b>375</b>	<b>403</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	<b>51</b>	<b>240</b>	<b>289</b>	<b>295</b>	<b>308</b>	<b>375</b>	<b>403</b>
Total skatt	-54	-66	-16	-75	-90	-80	-93	-113	-121
<b>Nettoresultat</b>	<b>126</b>	<b>151</b>	<b>35</b>	<b>165</b>	<b>199</b>	<b>214</b>	<b>243</b>	<b>263</b>	<b>282</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>126</b>	<b>151</b>	<b>35</b>	<b>165</b>	<b>199</b>	<b>214</b>	<b>215</b>	<b>263</b>	<b>282</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	17%	-22%	31%	32%	6%	7%	13%	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%	12,1%	11,8%
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	11,1	13,6	14,5
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	18%	-77%	367%	20%	8%	0%	22%	7%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	183	226	65	256	303	288	335	393	421
Övriga kassaflödesposter	-23	5	40	12	48	41	11	-1	-9
Förändringar i rörelsekapital	-2	-18	143	-5	-152	-164	-65	-61	-74
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>158</b>	<b>212</b>	<b>247</b>	<b>263</b>	<b>199</b>	<b>165</b>	<b>280</b>	<b>332</b>	<b>338</b>
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
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-149</b>	<b>-182</b>	<b>-76</b>	<b>-105</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>121</b>	<b>175</b>	<b>98</b>	<b>81</b>	<b>123</b>	<b>60</b>	<b>200</b>	<b>252</b>	<b>258</b>
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
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-76</b>	<b>-132</b>	<b>-155</b>	<b>-161</b>	<b>-209</b>	<b>-84</b>	<b>-110</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>-57</b>	<b>-80</b>	<b>-85</b>	<b>-24</b>	<b>90</b>	<b>126</b>	<b>128</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-160</b>	<b>-240</b>	<b>-187</b>	<b>-314</b>	<b>-356</b>	<b>-230</b>	<b>-182</b>	<b>-308</b>	<b>-437</b>

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	455	536	549	830	909	1 104	1 045	995	944
Övriga immateriella tillgångar	72	82	75	115	121	154	154	154	154
Materiella anläggningstillgångar	39	220	185	180	186	180	189	189	189
Finansiella anläggningstillgångar	15	13	17	22	28	28	28	28	28
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>581</b>	<b>851</b>	<b>826</b>	<b>1 147</b>	<b>1 244</b>	<b>1 466</b>	<b>1 416</b>	<b>1 366</b>	<b>1 315</b>
Kundfordringar	512	514	409	557	723	714	865	944	1 033
Övriga omsättningstillgångar	172	187	134	194	215	243	243	243	243
Likvida medel och kortfristiga placeringar	262	316	591	594	577	532	622	748	877
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>947</b>	<b>1 018</b>	<b>1 134</b>	<b>1 345</b>	<b>1 515</b>	<b>1 490</b>	<b>1 731</b>	<b>1 936</b>	<b>2 153</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 528</b>	<b>1 869</b>	<b>1 960</b>	<b>2 492</b>	<b>2 758</b>	<b>2 956</b>	<b>3 147</b>	<b>3 302</b>	<b>3 468</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	704	840	710	983	1 213	1 301	1 433	1 570	1 721
<b>Summa eget kapital</b>	<b>704</b>	<b>840</b>	<b>710</b>	<b>983</b>	<b>1 213</b>	<b>1 301</b>	<b>1 433</b>	<b>1 570</b>	<b>1 721</b>
Långfristiga räntebärande skulder	60	40	235	125	78	58	223	223	223
Övriga långfristiga skulder	224	324	196	418	430	534	369	369	369
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>284</b>	<b>364</b>	<b>431</b>	<b>543</b>	<b>508</b>	<b>592</b>	<b>592</b>	<b>592</b>	<b>592</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	43	36	169	156	143	245	218	218	218
Övriga kortfristiga skulder	497	629	651	810	893	819	904	923	938
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>540</b>	<b>665</b>	<b>820</b>	<b>966</b>	<b>1 036</b>	<b>1 064</b>	<b>1 122</b>	<b>1 141</b>	<b>1 156</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 528</b>	<b>1 869</b>	<b>1 960</b>	<b>2 492</b>	<b>2 758</b>	<b>2 957</b>	<b>3 147</b>	<b>3 303</b>	<b>3 469</b>

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

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

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%	17%	17%
ROCE, justerad	Neg.	21%	6%	21%	19%	18%	19%	19%	19%
ROIC, justerad	Neg.	39%	12%	43%	40%	30%	29%	31%	33%

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%	42%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	12%	4%	-7%	-3%	2%	5%	7%	8%	9%
Kapitalomsättningshastighet	2,0x	2,0x	1,3x	1,5x	1,8x	1,7x	1,5x	1,6x	1,6x

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-160	-240	-187	-314	-356	-230	-182	-308	-437
Soliditet	46%	45%	36%	39%	44%	44%	46%	48%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-0,7x	-0,8x	-1,2x	-0,9x	-0,8x	-0,5x	-0,4x	-0,6x	-0,8x

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	12,6	13,6	14,5
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	11,1	13,6	14,5
FCF per aktie	6,36	9,04	5,07	4,19	6,37	3,08	10,3	13,0	13,3
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	25,6x	20,9x	19,5x
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	27,5x	21,8x	21,3x
FCF-yield	5%	4%	2%	1%	2%	1%	4%	5%	5%
Direktavkastning	2,8%	1,5%	0,6%	1,2%	1,9%	1,9%	2,3%	2,4%	2,5%
Utdelningsandel, justerad	54,3%	46,2%	65,8%	56,4%	52,6%	51,6%	58,6%	49,8%	48,1%
EV/Sales	1,0x	1,2x	3,0x	2,0x	2,9x	2,0x	1,9x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	7,6x	7,1x	28,4x	10,8x	17,8x	12,8x	11,7x	10,4x	9,9x
EV/EBIT, justerad	8,8x	9,8x	68,3x	15,2x	24,6x	18,8x	16,2x	13,8x	12,9x
EV	1 618	2 213	4 411	3 891	7 452	5 408	5 426	5 426	5 426
Aktiekurs	127	238	217	403	291	296	284	284	284

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, tar Carnegie Inc ansvaret 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