



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 11 november 2024

BTS Group

Vändning i Europa – Q3 review

Stabil omsättning men utmanande EBITA-resultat

Omsättningen landade på 657 mkr, motsvarande en organisk tillväxt på 5%, men kom in 3% under våra förväntningar. Avvikelsen kan huvudsakligen tillskrivas en avvaktande marknad i Nordamerika, där den valutajusterade tillväxten var 6% y/y. Glädjande nog återgick segmentet BTS Europa under Q3 till en valutajusterad tillväxt på 5%. EBITA uppgick till 60 mkr, vilket var 36 mkr lägre än vårt estimat, något vi bedömer beror på en underskattning av kvartalets säsongsvariationer och därmed en högre kostnadsbas än förväntat. Bolaget kvarstår i sin guidning att EBITA ska öka under 2024 jämfört med 2023, vilket är i linje med vårt helårsestimat. Dessutom genomfördes under kvartalet en positiv återföring av en tilläggsköpeskilling om 166 mkr, vilket stärkte resultatet utan att påverka kassaflödet. Sammanfattningsvis ser vi ett kvartal som stödjer vår tro på att BTS kan uppnå sin helårsguidning.

Små justeringar av estimat med bibehållen guidning

Med hänsyn till våra underskattade säsongseffekter i Q3, justerar vi ner vårt EBITA-estimat för innevarande år med 8%. Vi förväntar oss nu att bolaget kommer att uppnå en EBITA-tillväxt på 5% y/y, trots att tidigare guidning har indikerat tillväxt på omkring 10% y/y. Försiktigheten beror på en avvaktande nordamerikansk marknad. För åren 2025e-26e sänker vi våra EBITA-estimat med i snitt 3,7%, men räknar med att bolaget kan återgå till tvåsiffrig tillväxt under 2025e, förutsatt en stabilisering i Nordamerika och fortsatt återhämtning i Europa.

Justering av motiverat värde

Vi sänker vårt motiverade värde till 320-370 kr (340-390 kr), främst på grund av våra kortsiktiga estimatjusteringar. Under kvartalet har bolaget lanserat AI-verktyget Verity, som fungerar som säljstöd, samt introducerat flera nya övningsbots för att automatisera och förenkla företags utbildning. Vi bedömer att dessa initiativ har högre marginal än BTS övriga verksamhet, vilket kan bidra till en framtida marginalexpansion. Då lanseringarna är färskas, förhåller vi oss dock konservativa i våra estimat för dessa initiativ.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	320 - 370 kr	
Totala intäkter	-1,0%	-0,9%	-0,9%	2 683	2 856	3 226	3 531	Aktiekurs	283 kr	
EBITDA, just.	-6,7%	-4,8%	-3,0%	Tillväxt	6%	6%	13%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	-12,4%	-6,6%	-4,2%	EBITDA, just.	422	434	498	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser				EBIT, just.	288	300	368			
Q4 - rapport	26 februari 2025			EPS, just.	11,1	9,7	12,7	Intressekonflikter		
Q1 - rapport	16 maj 2025			EPS-tillväxt, just.	8%	-12%	30%	Yes No		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	5,7	6,5	6,8	Likviditetsgarant		✓
Antal aktier	19m			EBIT-marginal	10,7%	10,5%	11,4%	Certified adviser		✓
Börsvärde	5 483			ROE, just.	17,0%	13,1%	15,0%	Transaktioner 12m		✓
Nettoskuld	-128			ROCE, just.	17,8%	24,6%	16,6%			
EV	5 355			EV/Sales	2,1x	1,9x	1,7x			
Free float	81%			EV/EBITDA	13,3x	12,3x	10,7x			
Daglig handelsvolym, snitt	17k			EV/EBIT	19,5x	17,9x	14,5x			
Bloomberg Ticker	BTSB SS EQUITY			P/E, just.	26,8x	29,1x	22,4x			
Analytiker				P/EK	Neg.	Neg.	Neg.			
Rikard Engberg				Direktavkastning	1,9%	2,3%	2,4%			
rikard.engberg@carnegie.se				FCF yield	1%	1%	4%			
				Nettoskuld/EBITDA	-0,5x	0,1x	-0,2x			

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 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 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, 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 (64% av omsättningen 2023). I dessa program 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 i ett simuleringsprogram. 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 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 strategiimplementation för att utveckla nya strategier.

BTS är ett globalt bolag med ca 1 100 anställda. Bolagets främsta marknad är Nordamerika, som stod för ca 50% av omsättningen under 2023. Europa stod för 18% och övriga marknader stod 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 värdeintervall om 320–370 kr (340-390). Vi bedömer att de främsta kursdrivarna, 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 uppgick till 321 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 6%. Siffran var 7% lägre än vårt estimat. EBITA uppgick till 29 mkr vilket motsvarade en marginal om 9%. Bolaget bedömer att den amerikanska marknaden kommer på kort sikt kommer vara något avvaktande som en följd av presidentvalet.

BTS Övriga marknader: Omsättningen uppgick till 195 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 16%. Siffran var 3,5% starkare än vårt estimat. Det förvärvade bolaget SEAC 13 mkr. EBITA uppgick till 20,7 mkr vilket motsvarar en marginal om 10,6%. Marginalen pressas tillfälligt av integrationen av SEAC.-

BTS Europa: Omsättningen uppgick till 107 mkr vilket motsvarar en valutajusterad tillväxt om 5%. EBITA uppgick till 9,2 mkr vilket motsvarar en marginal om 8,5%. Återhämtningen i Europa var starkare än vi räknat med då omsättningen var 8,3% högre än vårt estimat.

Kvartalsvisa estimat innevarande år								
	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e
Försäljning BTS North America	291	340	315	378	317	385	321	404
Försäljning BTS Europe	105	135	104	125	103	104	107	133
Försäljning BTS other markets	152	186	176	218	162	200	195	262
APG	31	42	39	47	37	40	33	53
Total Försäljning	579	703	633	768	619	730	657	852
Rörelsens kostnader	-513	-580	-562	-606	-539	-605	-579	-698
Avskrivningar PPE	-18	-17	-18	-23	-21	-14	-18	-18
Avskrivningar immateriella	-11	-14	-16	-17	-15	-16	-18	-14
EBIT	36	92	38	122	43	95	43	121
Finansnetto	-3	-4	-6	-8	-7	-9	-8	-6
justeringar gällande tilläggsköpeskillingar	0	0	0	28	28	0	166	0
Intressebolag	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	33	88	31	143	36	87	200	115
Beräknad skatt	-10	-27	-10	-33	-11	-26	-10	-35
Periodens resultat	23	61	21	110	25	60	190	81
Tillväxt North America y/y	5%	8%	2%	7%	9%	13%	2%	7%
Tillväxt Europe y/y	18%	4%	4%	-11%	-2%	-23%	3%	6%
Tillväxt other Markets y/y	22%	8%	5%	12%	6%	8%	11%	20%
Tillväxt APG y/y	-6%	-7%	-7%	31%	19%	-5%	-15%	12%
EBITA	47	106	53	139	59	110	60	135
EBITA-Marginal	8%	15%	8%	18%	9%	15%	9%	16%
EBIT-marginal	6%	13%	6%	16%	7%	13%	6%	14%
EPS	1,2	3,2	1,1	5,7	2,8	3,1	9,8	4,2
EPS tillväxt y/y	-21%	-8%	-40%	63%	135%	-1%	790%	-26%

Källa: BTS, Penser by Carnegie

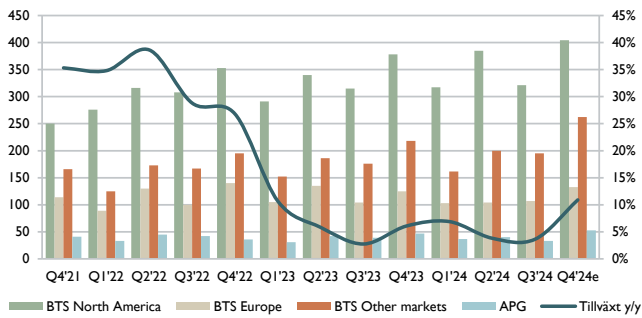
Estimatförändringar									
	Estimatförändringar						Gamla estimat		
	Nya estimat								
	2024e	2025e	2026e				2024e	2025e	2026e
Försäljning	2 856	3 226	3 531	Försäljning	2 862	3 165	3 462		
Rörelsens kostnader	-2 422	-2 727	-2 997	Rörelsens kostnader	-2 395	-2 652	-2 927		
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-71	-80	-80	Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-81	-80	-80		
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-63	-50	-50	Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-57	-50	-50		
EBIT	300	368	404	EBIT	328	383	405		
Finansnetto	-29	-18	-18	Finansnetto	-25	-18	-18		
Resultat före skatt	271	350	386	Resultat före skatt	303	365	387		
Skatt	-82	-105	-116	Skatt	-91	-109	-116		
Periodens resultat	188	245	270	Periodens resultat	212	255	271		
EPS	19,7	12,7	13,9	EPS	12,4	13,2	14,0		
EBITA	363	418	454	EBITA	385	433	455		
Estimatförändringar %									
Försäljning	-1,1%	-1,1%	-1,1%						
EBITA	-8,1%	-4,6%	-2,7%						
EPS	-2,8%	-5,5%	-3,2%						

Källa: BTS, Penser by Carnegie

BTS i grafer

Segment innevarande år

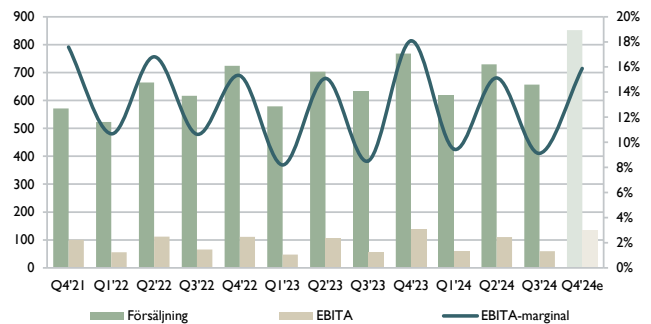
Segment (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Estimat innevarande år

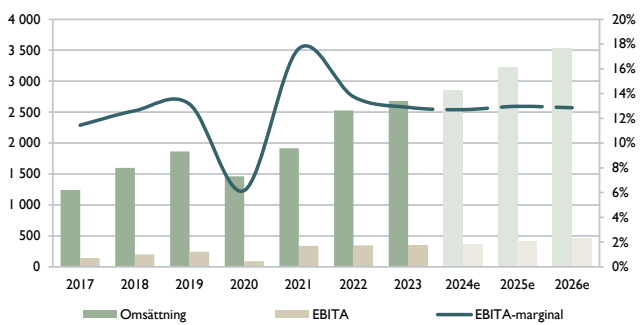
Försäljning och EBITA (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Utveckling under prognosperioden

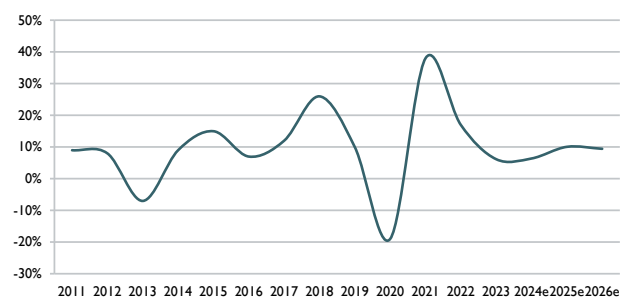
Försäljning och EBITA (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Tillväxt under prognosperioden

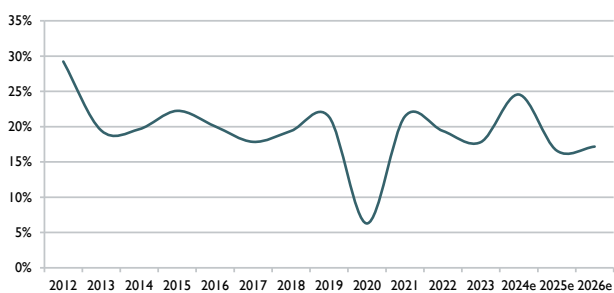
FX-justerad tillväxt



Källa: Penser by Carnegie

Hög ROCE...

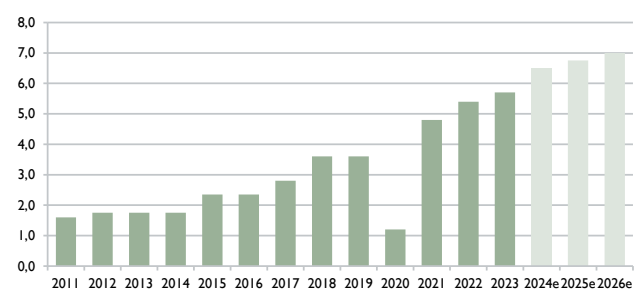
adj ROCE pre-tax



Källa: Penser by Carnegie

...har resulterat i stabil utdelningsutveckling

Utdelning per aktie



Källa: Penser by Carnegie

Värdering

DCF					
Värdering	WACC-antaganden			Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 627	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	4 324	Riskpremium	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	15,5%
Företagsvärde (EV)	6 676	Småbolagspremium	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-128	Extra riskpremium	1,5%	Capex, % av omsättning	4,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	9,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	5,0%
Eget kapital	7 080			Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	19			Terminalvärde, % av EV	64,8%
Eget kapital per aktie	365				

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%	386	410	439	472	512	8,0%	371	393	439	461
8,5%	355	375	399	427	459	8,5%	339	359	399	419
WACC 9,0%	328	346	365	388	415	WACC 9,0%	311	329	365	384
9,5%	305	319	336	356	378	9,5%	287	304	336	353
10,0%	284	297	311	328	346	10,0%	266	281	311	326

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	265	274	0,44x	-	-	-	-	-	-	-	-	nm	-	-
Korn Ferry	43 284	42 230	1,43x	1,39x	1,29x	9,66	8,11	7,42	12,1x	9,8x	8,8x	22,2x	14,5x	12,8x
Heidrick & Struggles Intl	10 100	7 000	0,59x	0,58x	0,55x	5,57	5,65	5,26	6,9x	8,0x	7,1x	25,2x	17,0x	13,6x
Accenture	2 406 935	2 406 837	3,47x	3,26x	3,06x	19,34	16,86	15,76	22,1x	20,8x	19,3x	31,5x	28,2x	25,8x
Capgemini	321 859	361 211	1,41x	1,40x	1,34x	9,69	8,70	8,20	12,3x	10,4x	9,7x	16,4x	13,4x	12,4x
Nordic Peers														
Knowit AB	3 640	4 430	0,67x	0,68x	0,64x	7,61	6,62	5,90	18,4x	12,7x	10,2x	nm	15,1x	11,7x
NNIT A/S	3 750	4 293	1,52x	1,35x	1,22x	17,59	11,21	8,47	21,9x	13,4x	9,7x	80,3x	15,8x	11,0x
Netcompany Group	25 216	27 876	2,80x	2,46x	2,23x	16,94	12,90	11,40	23,8x	16,4x	13,8x	38,1x	20,3x	15,8x
Sweco AB Class B	63 237	69 347	2,29x	2,13x	2,01x	16,76	16,00	15,38	25,5x	21,0x	19,0x	33,1x	26,1x	23,1x
Bouvet ASA	7 078	7 081	1,91x	1,65x	1,53x	12,60	11,11	10,53	15,7x	13,7x	12,8x	19,7x	17,5x	16,3x
AFRY AB Class B	18 403	24 293	0,89x	0,85x	0,81x	8,62	7,70	6,82	12,8x	11,0x	9,5x	15,4x	11,8x	10,0x
BTS Group AB Class B	5 625	5 550	2,02x	1,73x	1,58x	12,69	10,56	9,64	18,6x	14,2x	12,6x	22,9x	21,4x	18,8x
Mean			1,62x	1,59x	1,48x	12,46	10,49	9,53	17,3x	13,8x	12,0x	30,5x	18,3x	15,6x
Median			1,47x	1,40x	1,34x	12,60	10,56	8,47	18,4x	13,4x	10,2x	24,1x	17,0x	13,6x
VS BTS			37%	23%	18%	1%	0%	14%	1%	6%	23%	-5%	26%	38%

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	2 856	3 226	3 531
Övriga rörelsekostnader	-1 384	-1 554	-1 309	-1 557	-2 110	-2 261	-2 422	-2 727	-2 997
EBITDA	214	311	155	359	419	422	434	498	534
EBITDA, justerad	214	311	155	359	419	422	434	498	534
Avskrivningar	-12	-66	-65	-71	-72	-76	-71	-80	-80
EBITA, justerad	202	245	90	288	348	346	363	418	454
Avskrivningar immateriella tillgångar	-18	-20	-26	-33	-45	-58	-63	-50	-50
EBIT	183	226	65	256	303	288	300	368	404
EBIT, justerad	183	226	65	256	303	288	300	368	404
Finansnetto	-4	-9	-14	-16	-14	6	165	-18	-18
Resultat före skatt	180	216	51	240	289	295	465	350	386
Resultat före skatt, justerad	180	216	51	240	289	295	271	350	386
Total skatt	-54	-66	-16	-75	-90	-80	-82	-105	-116
Nettoresultat	126	151	35	165	199	214	382	245	270
Nettoresultat, justerad	126	151	35	165	199	214	188	245	270
Omsättningstillväxt	Neg.	17%	-22%	31%	32%	6%	6%	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%	10,5%	11,4%	11,4%
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	9,72	12,7	13,9
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	18%	-77%	367%	20%	8%	-12%	30%	10%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	183	226	65	256	303	288	300	368	404
Övriga kassaflödesposter	-23	5	40	12	48	41	22	7	-4
Förändringar i rörelsekapital	-2	-18	143	-5	-152	-164	-58	-60	-73
Kassaflöde från den operationella verksamheten	158	212	247	263	199	165	264	315	327
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	-152	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-37	-38	-149	-182	-76	-105	-232	-80	-80
Fritt kassaflöde	121	175	98	81	123	60	32	235	247
Nyemission / återköp	-	23	0	-	-	-	-	-	-
Förändring av skulder	-23	-38	-	-79	-116	74	133	0	0
Utdelningar	-53	-69	-69	-23	-93	-105	-110	-126	-131
Övriga poster	0	-48	-86	-59	0	-53	-39	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-76	-132	-155	-161	-209	-84	-17	-126	-131
Kassaflöde	44	42	-57	-80	-85	-24	15	109	116
Nettoskuld	-160	-240	-187	-314	-356	-230	26	-83	-200

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	1 194	1 144	1 093
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
Summa anläggningstillgångar	581	851	826	1 147	1 244	1 466	1 565	1 515	1 464
Kundfordringar	512	514	409	557	723	714	857	935	1 024
Övriga omsättningstillgångar	172	187	134	194	215	243	243	243	243
Likvida medel och kortfristiga placeringar	262	316	591	594	577	532	414	523	641
Summa omsättningstillgångar	947	1 018	1 134	1 345	1 515	1 490	1 514	1 702	1 908
SUMMA TILLGÅNGAR	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 956	3 079	3 217	3 372
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	704	840	710	983	1 213	1 301	1 573	1 692	1 831
Summa eget kapital	704	840	710	983	1 213	1 301	1 573	1 692	1 831
Långfristiga räntebärande skulder	60	40	235	125	78	58	223	223	223
Övriga långfristiga skulder	224	324	196	418	430	534	369	369	369
Summa långfristiga skulder	284	364	431	543	508	592	592	592	592
Kortfristiga räntebärande skulder	43	36	169	156	143	245	218	218	218
Övriga kortfristiga skulder	497	629	651	810	893	819	698	716	732
Summa kortfristiga skulder	540	665	820	966	1 036	1 064	915	934	949
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 528	1 869	1 960	2 492	2 758	2 956	3 080	3 218	3 372

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%	6%	13%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	45%	-50%	131%	17%	1%	3%	15%	7%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	23%	-71%	295%	18%	-5%	4%	23%	10%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	18%	-77%	367%	20%	8%	-12%	30%	10%
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%	15,2%	15,4%	15,1%
EBITDA-marginal, justerad	13,4%	16,7%	10,6%	18,8%	16,6%	15,7%	15,2%	15,4%	15,1%
EBIT-marginal	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,7%	10,5%	11,4%	11,4%
EBIT-marginal, justerad	11,5%	12,1%	4,4%	13,3%	12,0%	10,7%	10,5%	11,4%	11,4%
Vinst-marginal, justerad	7,9%	8,1%	2,4%	8,6%	7,9%	8,0%	6,6%	7,6%	7,7%

Källa: BTS Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	5%	19%	18%	17%	13%	15%	15%
ROCE, justerad	Neg.	21%	6%	21%	19%	18%	25%	17%	17%
ROIC, justerad	Neg.	39%	12%	43%	40%	30%	22%	23%	25%

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%	38%	34%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	12%	4%	-7%	-3%	2%	5%	14%	14%	15%
Kapitalomsättningshastighet	2,0x	2,0x	1,3x	1,5x	1,8x	1,7x	1,4x	1,5x	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	26	-83	-200
Soliditet	46%	45%	36%	39%	44%	44%	51%	53%	54%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	0,0x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-0,7x	-0,8x	-1,2x	-0,9x	-0,8x	-0,5x	0,1x	-0,2x	-0,4x

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	19,7	12,7	13,9
EPS, justerad	6,63	7,80	1,82	8,52	10,3	11,1	9,72	12,7	13,9
FCF per aktie	6,36	9,04	5,07	4,19	6,37	3,08	1,65	12,1	12,7
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

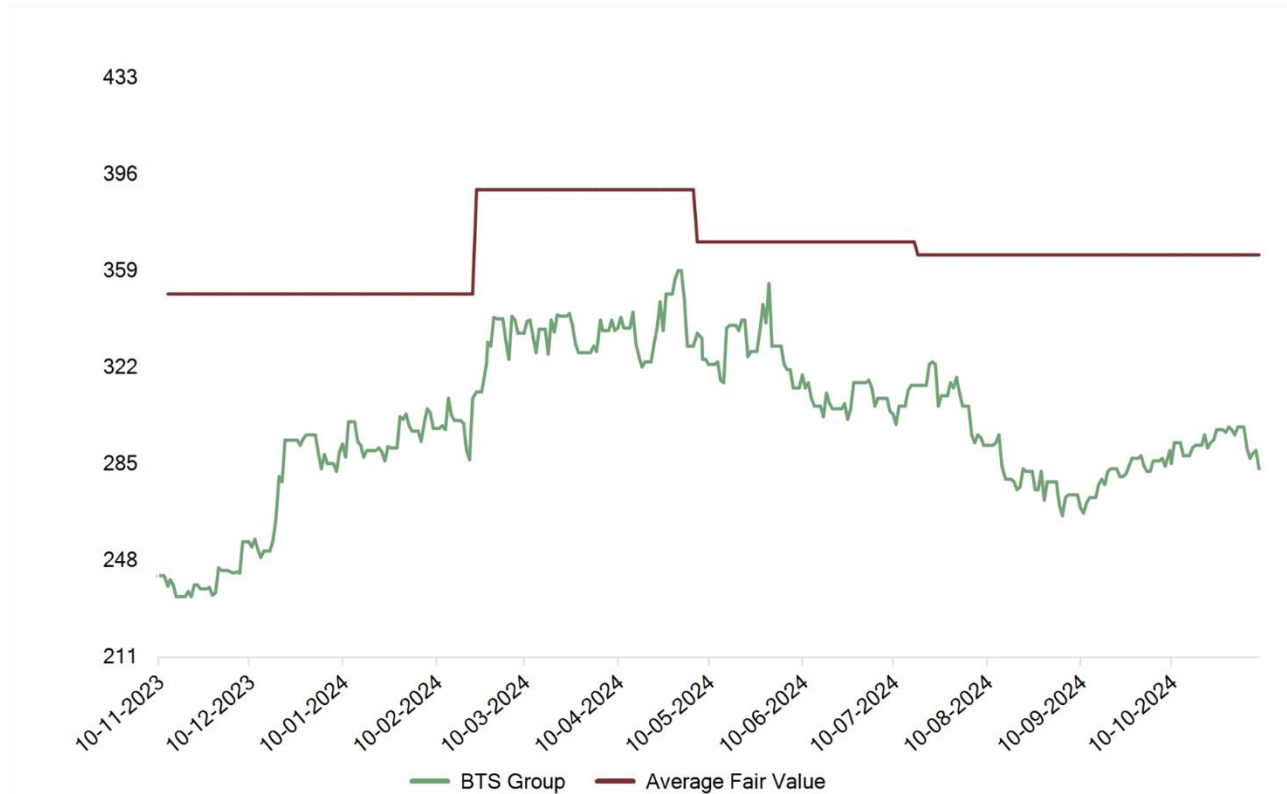
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	19,1x	30,5x	100x	47,3x	28,4x	26,8x	29,1x	22,4x	20,3x
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	100x	23,3x	22,2x
FCF-yield	5%	4%	2%	1%	2%	1%	1%	4%	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%	66,9%	53,3%	50,2%
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	12,3x	10,7x	10,0x
EV/EBIT, justerad	8,8x	9,8x	68,3x	15,2x	24,6x	18,8x	17,9x	14,5x	13,3x
EV	1 618	2 213	4 411	3 891	7 452	5 408	5 355	5 355	5 355
Aktiekurs	127	238	217	403	291	296	283	283	283

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 företagens 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. Värdepappren 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