



This report was completed and disseminated 26 February 2019: 07:30 CET

# BTS Group

## Expect another record year

### Risk and Return Potential

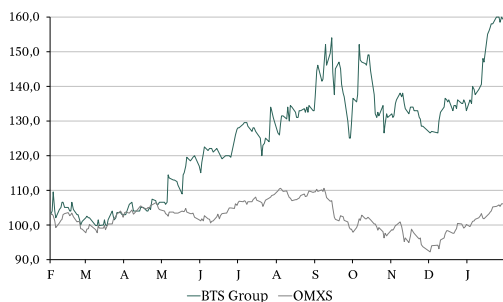
Return Potential	Medel
Risk	Low Risk
Current Price	158,50
High/Low (12M)	160,00/99,80
Number of Shares (m)	18,9
Market Capitalisation (SEKm)	3 062
Net Debt (SEKm)	-160
Enterprise Value (SEKm)	2 902
Reuters/Bloomberg Listing	BTSb.ST/BTSB SS Nasdaq OMX

### Estimates and Valuation (SEK)

FY (Dec)	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	1 598	1 806	2 018	2 256
EBITDA	213	253	291	332
EBIT	183	219	254	291
Pre-tax Result	180	217	252	289
EPS Adjusted	6,67	7,92	9,18	10,53
BVPS	37,04	41,41	46,58	52,53
Dividend	3,60	4,06	4,64	5,41
EPS Growth	28,3	18,7	15,8	14,8
EBIT Margin	11,4	12,1	12,6	12,9
ROE	19,6	20,4	21,1	21,5
ROCE	36,1	45,0	50,8	51,9
Net Debt/Equity	-0,28	-0,40	-0,40	-0,41
EV/Sales	1,41	1,61	1,44	1,29
EV/EBITDA	10,6	11,5	10,0	8,8
EV/EBIT	12,3	13,2	11,4	10,0
P/E Adjusted	19,0	20,0	17,3	15,0
P/BV	3,43	3,83	3,40	3,02
Dividend Yield	2,8	2,6	2,9	3,4

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### Price trend, 12 months



Source: FactSet

Date	Event	Place
15/05/2019	Q1 report	

See last page for the disclaimer.

### Another record quarter and record year

The numbers for BTS's fourth quarter came in line with the company's reverse profit warning. Net sales were SEK 494.4m (368.2), with profit before tax of SEK 179m (131). The currency-adjusted growth was 26% for full year 2018, of which organic growth accounted for a total of 16 percentage points. Thus, the company achieved its financial goal of growing by over 20% adjusted for currency. Accelerating organic growth was seen during full year 2018, ending with an impressive 24% in Q4. The operating margin was 14.3% (12.3%) for the quarter, helped by an increased share of license revenues and economies of scale. Notable for the quarter was high profit growth of 56%, while sales growth reached 27%, indicating high operational leverage. The proposed dividend is SEK 3.60 (2.80) per share. Overall, BTS reported its tenth record quarter in a row, which is impressive.

### Management guiding for another record year

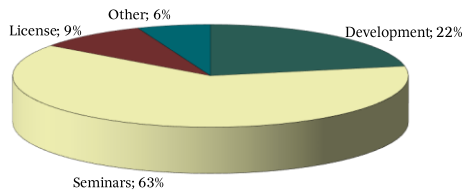
Despite the record year in 2018, management expects continued good growth in 2019 and that profit before tax will be better than last year. Historically, this has meant EBITA growth of over 10%. In addition, for three of the past four years the outlook has been adjusted up to "considerably better" in connection with the Q2 reports. The management has a high degree of credibility when it comes to delivering over, or in line with, the company's outlook. In 2018, all three major units, BTS North America, BTS Europe and BTS Other Markets, showed organic growth above 12%. Only the company's smallest unit, APG (7% of sales), reduced its revenues during the year. However, we expect APG to gain momentum in 2019 and return to showing growth. We also see good opportunities for acquisitions in 2019, given BTS's strong financial position, and the company continues to work actively with a good acquisition pipeline.

### Profitability improvements, organic growth and dollar winners

With a continued strong development in USD (over 50% of sales in the US), and the accelerating growth at the end of 2018, we are upwardly adjusting sales by some 4% for this year and next. We also see good potential for some of the positive development at the end of Q4 2018 to spill into Q1 2019e. With continued proven high business scalability, and high credibility for the management, we see good potential for further profitability improvement. We reiterate our positive view of the company and see medium potential in the share, at low risk.

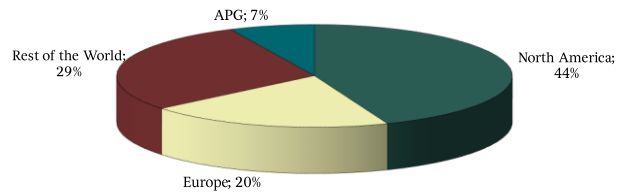
Initiation of coverage	<input type="checkbox"/>
Report	<input checked="" type="checkbox"/>
Important Event	<input type="checkbox"/>

### BTS Group – Sales by Segment



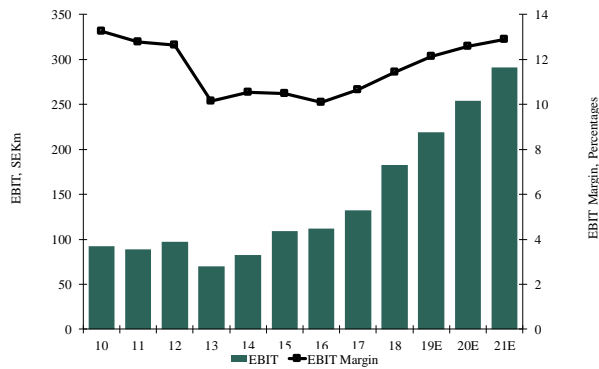
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Sales by Market



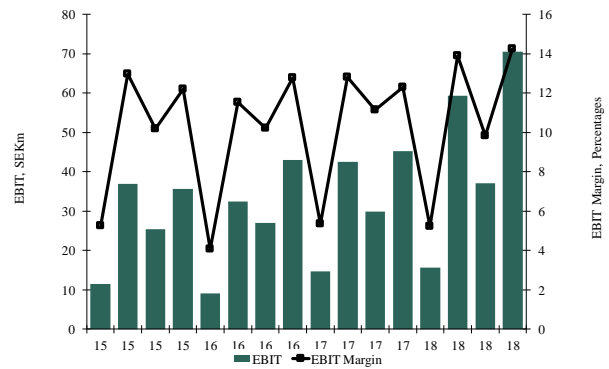
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Full-year EBIT Performance



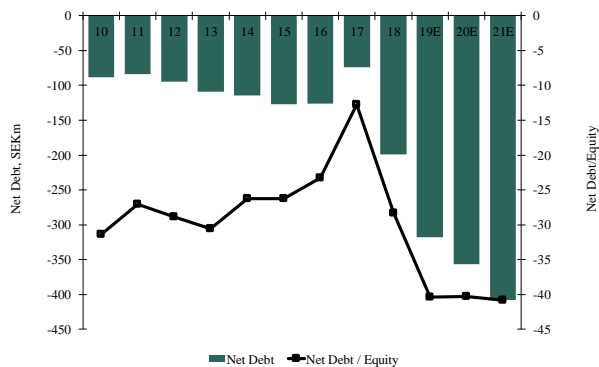
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Quarterly EBIT Performance



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Financial Position



Note: Negative numbers indicate a net cash position  
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Share Structure, Management

Market Cap (SEKm)	3 062	
No of Outstanding Shares (m)	18,9	
Avg No of Daily Traded Shares (000s)	10	
Free Float (Shares)	40,0%	
<b>Main Shareholders</b>	<b>Votes</b>	<b>Shares</b>
Henrik Ekelund	42,7%	21,2%
Nordea Fonder	10,8%	15,2%
Stefan Af Petersens	10,0%	12,3%
Lannebo	8,1%	11,3%
Others	28,4%	40,0%
Chairman	Reinhold Geijer	
CEO	Henrik Ekelund	
CFO	Stefan Brown	
IR	Michael Wallin	
Phone Number / Internet	+46 8 6997000 / www.bts.com	
Next Report	15 May 2019	

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

## Investment case

*BTS develops and packages client strategies and assists with their implementation through simulation and training. Its simulations and technical platforms attempt to replicate the company's surroundings and environment as realistically as possible. BTS differentiates itself from the major management consultancy firms by being more niched in implementing and executing strategies for its clients.*

### **BTS is a flight simulator for businesses**

BTS's strategy includes interactive learning and is used to train managers and entire organizations as tangibly and personally as possible. BTS offers a broad range of simulations, and over the years the company has built up vast know-how in a number of industries and markets. BTS can simulate anything from a recession to what would happen if a company were to lose one of its most important customers. Using the BTS methodology its clients can, for example, learn how their company should act in, and defend itself against, different scenarios.

### **Growth with stable margins**

The company's target is to achieve 20% annual growth with a 15% EBITA margin. This is to be achieved both organically and through acquisitions. Over the past 10 years the company has generated an average of 10% in annual currency-adjusted growth, as well as EBITA growth, with organic growth accounting for the majority. The company's growth target was exceeded in 2018, when it achieved currency-adjusted growth of 27%. Despite this strong growth, the company has managed to maintain a stable margin over the years. Its EBIT margin is anchored above 10%, which is also what we anticipate going forward. We estimate that this growth, and the company's cutbacks and efficiencies, will offset the ongoing pressure on prices. The company has four revenue streams: Programs, Development, Licenses and Other Revenue. Programs account for the majority of revenues, at about 63%, but we do not assess this as a risk since this is its signature reputation in the market. This is also the costliest service, making it realistic that it accounts for the majority of revenues. The revenue model is based on fixed prices, with variable components in the form of annual indexation and fees depending on the number of participants. In addition to stable growth and profitability, the company has delivered good profit and dividend growth over time.

### Worth owning for the long term

Given the financial stability of the company, along with the fact that it has over time delivered double-digit growth and margins, we estimate that the share has more to give and is worth owning for the long term. The stock is traded at EV/EBIT 13x or P/E 20x on 2019 forecasts, which has to be regarded as attractive given the growth rate and improved profitability. We see continued good potential for steadily rising profitability in the coming years. We reiterate our positive view of the company and see continued medium potential in this share, at low risk.

BTS Group – Our Estimate Changes (SEK)									
	2019E			2020E			2021E		
	Old	New	Change	Old	New	Change	Old	New	Change
Sales	1 742	1 806	3,7%	1 946	2 018	3,7%	-	2 256	-
EBIT	195	219	12,5%	223	254	13,8%	-	291	-
EPS Adjusted	7,27	7,92	8,9%	8,33	9,18	10,2%	-	10,53	-

Source: Erik Penser Bank

**BTS Group – Income Statement, Cash Flow and Balance Sheet (SEKm)**
**Income Statement**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net Sales	771	688	781	1 044	1 108	1 243	1 598	1 806	2 018	2 256
Other Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cost of goods sold	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Profit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administrative Expenses	-496	-454	-596	-934	-996	-1 092	-1 384	-1 553	-1 728	-1 924
Research and development costs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Operating Costs	-316	-285	-334	-439	-443	-519	-568	-636	-635	-634
<b>EBITDA</b>	<b>105</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>121</b>	<b>125</b>	<b>151</b>	<b>213</b>	<b>253</b>	<b>291</b>	<b>332</b>
Depreciation	-7	-8	-9	-12	-14	-18	-31	-34	-37	-41
Amortisation of Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>97</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>109</b>	<b>112</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>219</b>	<b>254</b>	<b>291</b>
Non-recurring Items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associated Companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Financial Items	-1	-0	1	-0	-1	-1	-3	-2	-2	-2
<b>Pre-tax Result</b>	<b>97</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>109</b>	<b>112</b>	<b>131</b>	<b>180</b>	<b>217</b>	<b>252</b>	<b>289</b>
Tax	-33	-22	-27	-37	-37	-33	-54	-65	-75	-86
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Result</b>	<b>64</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>152</b>	<b>176</b>	<b>203</b>

**Cash Flow**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA	105	78	91	121	125	151	213	253	291	332
Change in Working Capital	-13	-11	-28	-35	-52	-1	-8	43	-55	-62
Other Operating Cash Items	-24	-11	-10	-17	-12	-51	-47	-67	-77	-88
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>60</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>47</b>	<b>98</b>	<b>158</b>	<b>229</b>	<b>158</b>	<b>182</b>
Net Financial Costs	-1	-0	1	-0	-1	-1	-3	-2	-2	-2
Taxes Paid	-15	-11	-16	-28	-25	-33	-54	-65	-75	-86
Capital Expenditure	0	0	0	0	0	0	-37	-37	-37	-37
<b>Free Cash Flow</b>	<b>58</b>	<b>45</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>36</b>	<b>116</b>	<b>113</b>	<b>193</b>	<b>122</b>	<b>146</b>
Dividends	-29	-32	-33	-33	-44	-47	-53	-69	-78	-89
Acquisitions	-12	-16	-21	-19	-13	-15	-4	-4	-4	-4
Disposals	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Issue/Share Buybacks	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Adjustments	84	95	109	114	135	135	200	262	381	419
<b>Total Cash Flow</b>	<b>101</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>190</b>	<b>256</b>	<b>382</b>	<b>421</b>	<b>472</b>
Other Non-cash Adjustments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Debt</b>	<b>-94</b>	<b>-109</b>	<b>-114</b>	<b>-127</b>	<b>-126</b>	<b>-74</b>	<b>-199</b>	<b>-318</b>	<b>-356</b>	<b>-407</b>

**Balance Sheet**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>ASSETS</b>										
Goodwill	135	143	207	223	272	421	455	455	455	455
Other Intangible Assets	15	17	32	31	41	87	72	62	52	39
Tangible Assets	16	14	14	15	22	30	39	56	71	84
Shares in Participations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Fixed Assets	8	8	9	10	10	11	15	15	15	15
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>174</b>	<b>182</b>	<b>261</b>	<b>279</b>	<b>346</b>	<b>549</b>	<b>581</b>	<b>589</b>	<b>593</b>	<b>594</b>
Inventories	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	158	156	239	277	361	335	512	470	525	586
Other Current Assets	91	73	67	116	101	141	172	172	172	172
Cash and Cash Equivalents	95	109	114	140	135	200	262	381	419	470
<b>Total Current Assets</b>	<b>345</b>	<b>337</b>	<b>420</b>	<b>532</b>	<b>598</b>	<b>676</b>	<b>947</b>	<b>1 022</b>	<b>1 116</b>	<b>1 229</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>682</b>	<b>811</b>	<b>944</b>	<b>1 226</b>	<b>1 528</b>	<b>1 611</b>	<b>1 709</b>	<b>1 823</b>
<b>EQUITY AND LIABILITIES</b>										
Shareholder Equity	327	356	435	483	543	581	704	787	886	999
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>327</b>	<b>356</b>	<b>435</b>	<b>483</b>	<b>543</b>	<b>581</b>	<b>704</b>	<b>787</b>	<b>886</b>	<b>999</b>
Long-term Financial Liabilities	1	0	0	13	9	126	63	63	63	63
Pension Provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deferred Tax Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Long-term Liabilities	0	0	0	0	12	220	221	221	221	221
<b>Total Long-term Liabilities</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>345</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>
Current Financial Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts Payable	22	17	22	21	26	26	0	0	0	0
Tax Liabilities	16	19	29	37	51	51	0	0	0	0
Other Current Liabilities	154	127	196	256	303	263	540	540	540	540
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>191</b>	<b>163</b>	<b>247</b>	<b>315</b>	<b>380</b>	<b>340</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>540</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>682</b>	<b>811</b>	<b>944</b>	<b>1 266</b>	<b>1 528</b>	<b>1 611</b>	<b>1 709</b>	<b>1 823</b>

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

## BTS Group – Valuation and Key Ratios (SEK)

### Per Share Data

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS Reported	3,53	2,57	3,01	3,89	3,96	5,20	6,67	7,92	9,18	10,53
EPS Adjusted	3,53	2,57	3,01	3,89	3,96	5,20	6,67	7,92	9,18	10,53
CEPS	3,31	2,56	2,40	3,10	2,54	8,08	7,34	-	-	-
Free Cash Flow	3,22	2,39	1,99	2,66	1,92	8,12	7,38	-	-	-
Dividend	1,75	1,75	1,75	2,35	2,50	2,80	3,60	4,06	4,64	5,41
Book Value	18,08	19,14	23,30	25,91	29,12	31,15	37,04	41,41	46,58	52,53
Tangible Book Value (Excl Goodwill)	10,62	11,44	12,20	13,96	14,51	8,43	13,09	17,46	22,63	28,59
Net Asset Value	18,08	19,14	23,30	25,91	29,12	31,15	33,64	-	-	-
Net Debt	-5,21	-5,84	-6,12	-6,81	-6,77	-10,99	-14,39	-	-	-
Enterprise Value	56,04	53,16	53,38	70,69	65,23	89,52	116,67	142,05	140,05	137,41
Diluted No of Shares, Weighted Average (m)	18,1	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	19,3	19,3	19,3	19,3
Diluted No of Shares, Year-end (m)	18,1	18,6	18,6	18,7	18,7	18,9	19,0	19,0	19,0	19,0

### Valuation

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E Reported	17,4	22,9	19,8	19,9	18,2	18,0	19,0	20,0	17,3	15,0
P/E Adjusted	17,4	22,9	19,8	19,9	18,2	18,0	19,0	20,0	17,3	15,0
P/CEPS	18,5	23,0	24,8	25,0	28,4	11,6	17,3	-	-	-
P/FCFPS	19,0	24,6	29,9	29,1	37,6	11,5	17,2	-	-	-
FCF Yield	5,3	4,1	3,3	3,4	2,7	8,7	5,8	-	-	-
Dividend Yield	2,9	3,0	2,9	3,0	3,5	3,0	2,8	2,6	2,9	3,4
Dividend Payout Ratio Adjusted	49,6	68,0	58,2	60,4	63,2	53,8	54,0	51,3	50,6	51,4
P/BV	3,39	3,08	2,55	2,99	2,47	3,00	3,43	3,83	3,40	3,02
P/Tangible BV	5,77	5,16	4,88	5,55	4,96	11,09	9,70	9,08	7,00	5,54
P/NAV	3,39	3,08	2,55	2,99	2,47	3,00	3,78	-	-	-
EV/Sales	1,31	1,44	1,27	1,26	1,10	1,34	1,41	1,61	1,44	1,29
EV/EBITDA	9,7	12,7	10,9	10,9	9,7	11,1	10,6	11,5	10,0	8,8
EV/EBIT	10,4	14,1	12,1	12,0	10,9	12,6	12,3	13,2	11,4	10,0
Share Price, Year-end	61,25	59,00	59,50	77,50	72,00	93,50	127,00	158,50	158,50	158,50
Share Price, High	61,25	73,00	69,00	82,50	79,75	97,00	154,00	160,00	-	-
Share Price, Low	46,50	51,00	45,00	54,50	56,50	71,00	93,80	126,50	-	-
Share Price, Average	55,48	60,76	53,72	69,42	67,69	84,29	118,60	142,45	-	-
Market Cap, Year-end and Current (SEKm)	1 107	1 097	1 109	1 445	1 343	1 744	2 453	3 062	3 062	3 062
Enterprise Value, Year-end and Current (SEKm)	1 012	988	995	1 318	1 216	1 670	2 254	2 902	2 902	2 902

### Growth Rate and Margins

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales Growth, YoY	10,4	-10,7	13,5	33,6	6,1	12,2	28,6	13,0	11,8	11,8
EBIT Growth, YoY	9,2	-28,3	18,0	32,8	2,1	18,5	38,0	20,0	15,7	14,7
EPS Adjusted Growth, YoY	10,3	-27,1	16,9	29,3	1,7	31,4	28,3	18,7	15,8	14,8
EBITDA Margin	13,6	11,3	11,7	11,6	11,3	12,1	13,3	14,0	14,4	14,7
EBITA Margin	12,6	10,1	10,5	10,5	10,1	10,7	11,4	12,1	12,6	12,9
EBIT Margin	12,6	10,1	10,5	10,5	10,1	10,7	11,4	12,1	12,6	12,9
Pre-tax Margin Adjusted	12,6	10,1	10,6	10,5	10,1	10,6	11,2	12,0	12,5	12,8
Net Margin Adjusted	8,3	7,0	7,2	6,9	6,8	7,9	7,9	8,4	8,7	9,0
Tax Rate	34,1	31,4	32,3	33,6	33,1	25,3	29,9	29,9	29,9	29,9

### Profitability

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Return on Equity, ROE	20,0	14,0	14,2	15,8	14,6	17,5	19,6	20,4	21,1	21,5
Return on Equity 5-Year Average	-	-	-	16,7	15,7	15,2	16,3	17,6	18,6	20,0
Return on Capital Employed, ROCE	42,5	29,1	29,0	32,4	28,9	28,7	36,1	45,0	50,8	51,9
Return on Capital Employed 5-Year Average	-	-	-	35,1	32,4	29,6	31,0	34,2	37,9	42,5

### Capital Expenditure and Efficiency

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Capital Expenditure	0	0	0	0	0	0	37	37	37	37
Capex/Sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	2,1	1,8	1,7
Capex/Depreciation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,1	1,0	0,9
Inventory/Sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receivables/Sales	20,6	22,7	30,6	26,5	32,6	27,0	32,1	26,0	26,0	26,0
Payables/Sales	2,8	2,5	2,9	2,1	2,4	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Working Capital/Sales	17,7	20,2	27,7	24,5	30,2	24,8	32,1	26,0	26,0	26,0
Asset Turnover	1,49	1,33	1,30	1,40	1,26	1,15	1,16	1,15	1,22	1,28

### Financial Position

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Interest-bearing Net Debt (SEKm)	-94	-109	-114	-127	-126	-74	-199	-318	-356	-407
Equity Ratio	63,0	68,6	63,7	59,6	57,6	45,8	46,1	48,9	51,8	54,8
Net Debt/Equity	-0,29	-0,31	-0,26	-0,26	-0,23	-0,13	-0,28	-0,40	-0,40	-0,41
Net Debt/Market Cap	-0,09	-0,10	-0,10	-0,09	-0,09	-0,04	-0,08	-0,10	-0,12	-0,13
Net Debt/EBITDA	-0,9	-1,4	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,9	-1,3	-1,2	-1,2

Note: Key ratios based on fully diluted number of shares. Historical key ratios are calculated using the year-end share price.

Source: Company Reports, Erik Penser Bank

## BTS Group – Quarterly Operating Performance (SEKm)

### Income Statement

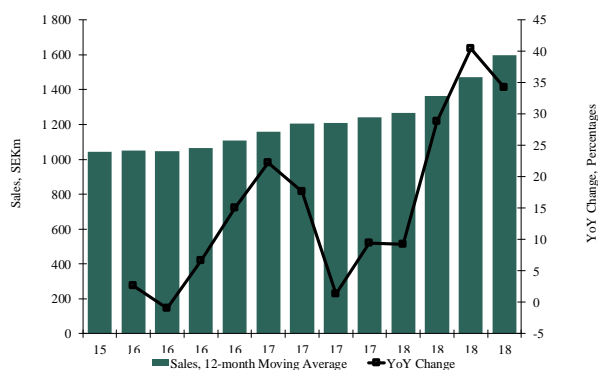
	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418
Net Sales	224	282	265	336	274	332	269	368	299	427	377	494
Other Operating Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Operating Costs	-212	-246	-235	-289	-255	-285	-235	-317	-276	-360	-334	-414
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>47</b>	<b>19</b>	<b>47</b>	<b>34</b>	<b>51</b>	<b>23</b>	<b>67</b>	<b>44</b>	<b>80</b>
Depreciation and Amortisation	-3	-3	-3	-4	-9	-8	-6	-8	-12	-12	-11	-13
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>33</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>15</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>16</b>	<b>59</b>	<b>37</b>	<b>71</b>
Non-recurring Items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associated Companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Financial Items	-0	-0	-0	-0	0	0	-0	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax Result Reported</b>	<b>9</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>59</b>	<b>37</b>	<b>70</b>
<b>Pre-tax Result Adjusted</b>	<b>9</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>59</b>	<b>37</b>	<b>70</b>
Tax	-3	-11	-9	-15	-5	-14	-10	-4	-4	-17	-11	-21
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Result Reported</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>10</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>49</b>

### Growth Rates and Margins

	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418
Sales Growth, YoY	2,6	-0,9	6,7	15,0	22,3	17,6	1,3	9,5	9,3	28,8	40,4	34,3
EBIT Growth, YoY	-20,3	-11,9	6,8	20,3	60,4	30,7	10,5	5,5	6,8	39,6	24,0	55,7
EBITDA Margin	5,3	12,6	11,5	14,1	6,9	14,1	12,6	13,9	7,8	15,7	11,6	16,2
EBIT Margin	4,1	11,5	10,2	12,8	5,4	12,8	11,1	12,3	5,2	13,9	9,8	14,3
Pre-tax Margin Adjusted	3,9	11,5	10,1	12,7	5,3	12,8	11,1	12,2	5,0	13,7	9,7	14,1
Tax Rate	35,6	32,6	32,2	34,4	35,7	32,9	32,8	9,7	29,6	29,6	30,3	29,8

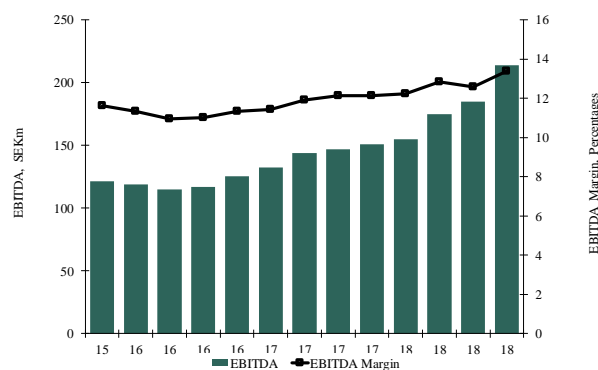
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Sales, 12-month Moving Average



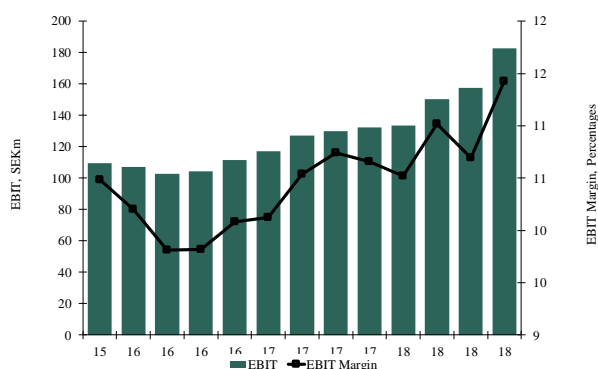
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – EBITDA, 12-month Moving Average



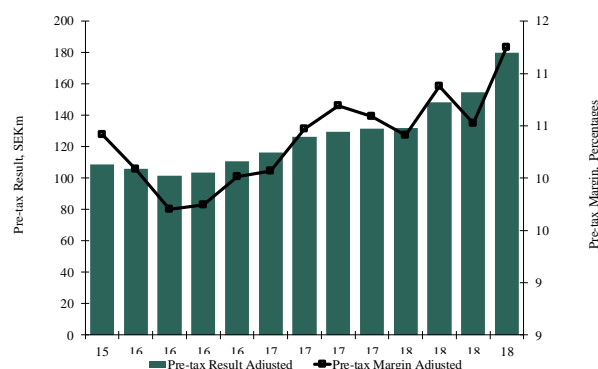
Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – EBIT, 12-month Moving Average



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

### BTS Group – Pre-tax Result, 12-month Moving Average



Source: Company Reports, Erik Penser Bank

---

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehar värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gälland rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---