



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 12 November 2020

## BTS Group

### Visar styrka

#### Visar styrka med utdelning...

Försäljningen i Q3'20 uppgick till 347 mkr vilket motsvarar en negativ tillväxt justerad för FX om 20% y/y. EBIT uppgick till 14,4 mkr, en minskning 71%. Båda siffrorna var väsentligt under våra estimat. Mellan den 1a mars och 6e november har man vunnit virtuella och digitala kontrakt till ett värde av USD 100m. Bolaget har beslutat om en utdelning om 3,6 kr/aktie vilket visar på finansiell och operationell styrka.

#### ..gör att vi bibehåller estimaten

Vi bedömde att den återhämtning vi börjat se i Q3 med 8% tillväxt q/q skulle vara starkare. Den lägre kostnadsbasen gör dock att vi bibehåller EPS- estimat för 2020. BTS har dock klarat sig väl, många konkurrenter har tappat ca 40% av omsättningen. Den goda kostnadskontrollen samt de tydligt positiva indikationerna ifrån segmentet andra marknader gör att vi endast justerar ned EPS med 5 respektive 3% för 21 och 22.

#### Kommer gå stärka ur krisen

Vi bedömer att BTS kommer gå stärka ur denna kris. Ett exempel på detta är att segmentet other markets under Q3 har lyckats förbättra sin marginal från 8,4% till 10,5%. Vi bedömer att man under hela krisen plockat marknadsandelar. Bolaget har en stark nettokassa om 294 mkr. Vi att bibehåller därför vårt motiverade värde om 260-270 kr med förvärv som en tydlig kurstrigger.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	260.00 - 270.00	
EPS, just 20e	3.35	3.37	-0.7%	Sales,m	1,865	1,533	1,766	2,031	Current price	185.00
EPS, just 21e	7.23	7.74	-6.6%	Sales Growth	16.7%	(17.8)%	15.1%	15.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	9.15	9.54	-4.1%	EBITDA, m	311	192	300	355	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
				EBIT, m	225.7	103.2	210.7	264.1		
<b>Kommande händelser</b>				EPS, adj	7.79	3.35	7.23	9.15	<b>Analytiker</b>	
Q4'20 rapport	den 24 februari 2021			EPS Growth	16.7%	(57.0)%	115.7%	26.6%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				Equity/Share	43.5	43.2	48.7	54.3	rikard.engberg@penser.se Analysavdelningen	
				Dividend	3.60	1.72	3.62	4.59		
				EBIT Marginal	12.1%	6.7%	11.9%	13.0%		
				ROE (%)	17.9%	7.8%	14.8%	16.9%		
				ROCE	18.7%	8.6%	16.1%	18.7%		
				EV/Sales	1.76x	2.14x	1.86x	1.61x		
				EV/EBITDA	10.5x	17.0x	10.9x	9.2x		
				EV/EBIT	14.5x	31.8x	15.5x	12.4x		
				P/E, adj	23.8x	55.2x	25.6x	20.2x		
				P/Equity	4.3x	4.3x	3.8x	3.4x		
				Dividend yield	1.7%	0.8%	1.7%	2.1%		
				FCF yield	4.8%	6.0%	3.6%	4.3%		
				Net Debt/EBITDA	(0.8)g	(2.1)g	(1.7)g	(1.7)g		



# Sammanfattning

## Visar styrka

### Investment Case

*BTS utvecklar och förpackar kundens strategi och hjälper till att implementera denna genom simuleringar och utbildningar. BTS skiljer sig från de stora managementkonsultbyråerna då BTS är mer nischade mot att implementera och genomföra strategier åt sina kunder.*

### Bolags profil

#### BTS är näringslivets flygsimulator

BTS strategi omfattar interaktivt lärande och används för att träna chefer och hela organisationer på ett så konkret och personligt sätt som möjligt. BTS har en bred spännvidd på bolagets simuleringar och genom åren har bolaget byggt upp ett stort know-how inom flera branscher och marknader. BTS kan simulera alltifrån en lågkonjunktur till vad som skulle hända om företaget skulle tappa en av sina viktigaste kunder. Kunderna kan med hjälp av BTS metod bland annat lära sig hur företaget ska parera och agera vid olika typer av situationer.

#### Tillväxt med stabila marginaler

Bolaget har som mål att uppnå 20% årlig tillväxt med 15% EBITA-marginal. Dessa mål skall uppnås genom att växa både organiskt och via förvärv. De senaste 10 åren har bolaget generat i genomsnitt 10% i årlig valutajusterad omsättnings och EBITA-tillväxt, där den organiska tillväxten har stått för merparten. Trots den starka tillväxten har bolaget lyckats hålla en stabil marginal över åren. EBIT-marginalen är förankrad över 10%, vilket vi också räknar med framåt. Vi bedömer att tillväxten, i kombination med att bolaget trimmar och effektiviserar, kommer att kompensera för rådande prispress. Kortsiktigt skulle BTS leverera en högre lönsamhet då bolaget historiskt har investerat drygt 3-4% av omsättningen i digitalisering. Dock investerar bolaget för långsiktig tillväxt, vilket vi bedömer som rätt strategi. Utöver stabil tillväxt och lönsamhet så har bolaget även levererat en god utdelningstillväxt över tid.

#### Ett bolag, fyra intäktslag

Bolaget har fyra intäktsområden; program, kundanpassningar, licenser och övriga intäkter. Program står för majoriteten av intäkterna på ca 48%. Detta är dock ingen risk enligt vår bedömning då detta är deras signum på marknaden. Samtidigt är detta deras dyraste tjänst varför det är rimligt att den står för majoriteten av intäkterna. Intäktsmodellen är baserad på en fastprismodell med rörliga komponenter i form av årlig indexering samt avgifter beroende på antalet deltagare. Bolagets mest lönsamma segment är licenser, som står för drygt 14% av försäljningen. Här ser vi att förvar kommer höja andelen och marginalen Resterande intäktslagen kundanpassningar och övriga intäkter står för 38% respektive 2% av nettoomsättningen.

### Värdering

Givet den finansiella stabiliteten som råder i bolaget tillsammans med att bolaget över har tid levererat två-siffrig tillväxt och marginal så bedömer vi att aktien har mer att ge och är fortsatt långsiktigt värd att äga. Vår DCF indikerar ett värde i spannet om 260-270 kr och på dessa nivåer handlar man i paritet med andra kvalitetsbolag inom konsultverksamhet. Vi är konservativa i våra prognoser för 2021 då vi vill se en tydlig indikation på att efterfrågan vänder. Vi utesluter inte en uppdämd efterfrågan men vill se konkreta tecken på detta innan vi justerar estimaten. I detta scenario ser vi en tydlig uppsida för den organiska tillväxten och ett motiverat värde närmare 300 kr.

### Motiverat värde



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 12 November 2020

# Sammanfattning

---

Visar styrka

---

Vi ser ett motiverade värde om 260-270 kr med tydliga kurstriggers i form av förvärv. Vi ser en låg risk i bolaget.

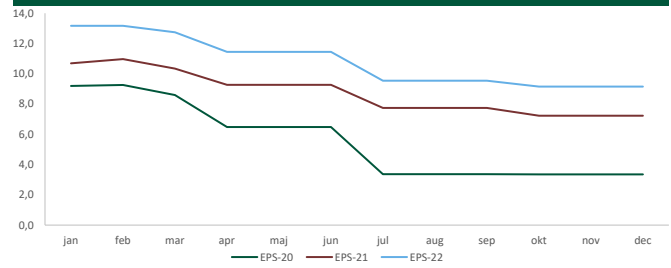
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kapital
Henrik Ekelund	40,6%	18,7%
Stefan af Petersens	9,9%	12,1%
Nordea Fonder	8,4%	11,7%
Swedbank Robur Fonder	7,0%	9,8%
Övriga	34,2%	47,8%

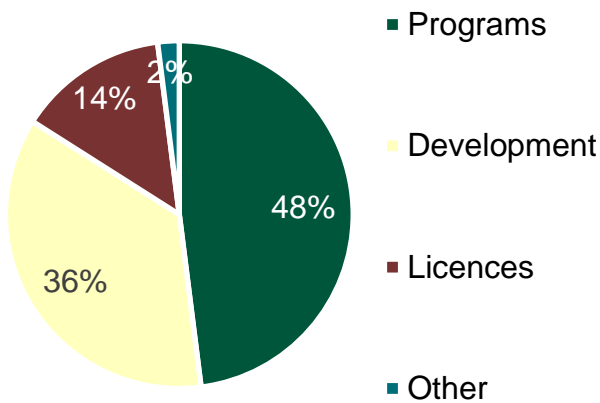
  

Ordförande	Reinhold Geijer
Verkställande direktör	Henrik Ekelund
Finansdirektör	Stefan Brown
Investerarkontakt	Michael Wallin
Hemsida	<a href="https://www.bts.com/">https://www.bts.com/</a>

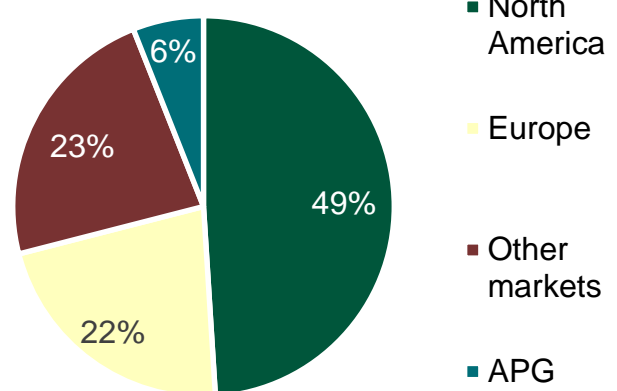
## EPS-trend



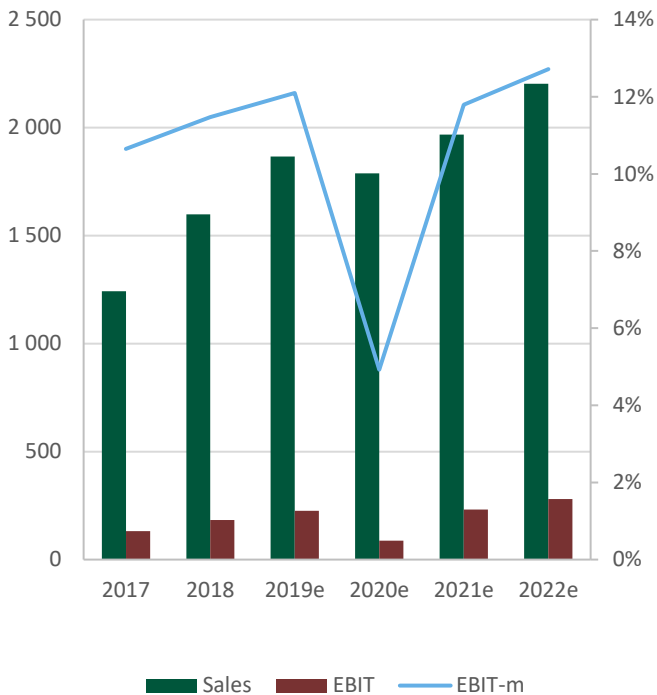
## Operativa segment (9m)



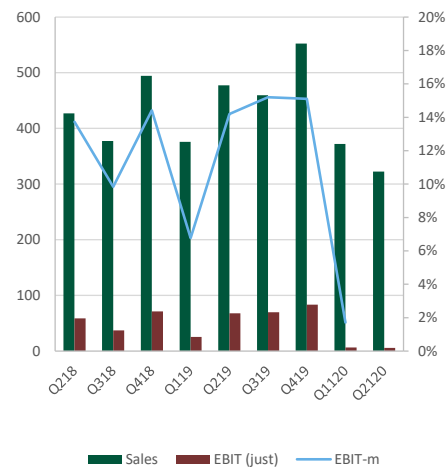
## Geografiska segment (9m)



## Sales and EBIT



## Sales and EBIT (Quarterly)



## Resultaträkning

BTS Group – 12 November 2020

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning					1243	1598	1865	1533	1766	1766	2031
Personalkostnader					-54	-90	-123	-143	-148	-148	-1016
Övriga kostnader					-41	-47	-63	-75	-77	-77	-634
<b>EBITDA</b>					<b>151</b>	<b>211</b>	<b>311</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>300</b>	<b>355</b>

Erik Penser Bank

## Kvartalsvis data

Resultaträkning															
	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Nettoomsättning	274,0	331,6	268,8	368,2	299,4	427,2	377,4	494,4	375,8	477,4	459,7	552,5	372,2	322,3	347,0
Rörelsekostnader	-255,0	-284,8	-234,9	-317,0	-276,2	-360,3	-333,6	-414,4	-331,4	-390,4	-387,9	-444,6	-343,7	-293,5	-310,5
Rörelseresultat (EBITDA)	16,4	44,1	31,6	48,8	18,5	62,0	39,4	75,9	40,1	82,5	66,4	102,5	22,8	28,8	36,5
Avskrivningar materiella anläggningstillgångar	-1,7	-1,7	-1,6	-3,5	-2,8	-2,6	-2,3	-4,6	-14,7	-14,8	-17,4	-19,0	-16,4	-16,8	-15,7
Avskrivningar immateriella anläggningstillgångar	-2,5	-2,6	-2,3	-2,4	-4,7	-4,9	-4,4	-4,1	-4,3	-4,6	-5,4	-5,4	-5,7	-6,3	-6,3
Resultat (EBIT)	14,7	42,4	29,9	45,3	15,7	59,3	37,1	71,2	25,5	67,8	49,0	83,5	6,4	5,8	14,4
Extraordinära Poster															
Justerat Resultat (EBIT)	14,7	42,4	29,9	45,3	15,7	59,3	37,1	71,2	25,5	67,8	49,0	83,5	6,4	5,8	14,4
Finansnetto	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6	-1,5	-2,5	-0,8	-2,7	-3,2	-2,2	-4,4	-3,3
Resultat före skatt	14,5	42,2	30,0	44,8	14,9	58,6	36,5	69,7	23,0	67,0	46,3	80,3	4,2	1,4	11,1
Skatter	-5,2	-13,9	-9,8	-4,4	-4,4	-17,4	-11,1	-20,8	-6,8	-19,8	-14,0	-25,1	-1,3	-0,4	-3,4
Nettoreultat Rapporterat	9,3	28,3	20,1	40,4	10,5	41,2	25,5	48,9	16,2	47,1	32,3	55,2	3,0	1,0	7,7
Tillväxt och marginaler															
	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320
Omsättningsstillväxt	22%	18%	1%	9%	9%	29%	40%	34%	26%	12%	22%	12%	-1%	-25%	-25%
EBIT, tillväxt	60%	31%	11%	5%	7%	40%	24%	57%	62%	14%	32%	17%	-75%	-71%	-71%
EBITDA marginal	6%	13%	12%	13%	6%	15%	10%	15%	11%	17%	14%	19%	4%	7%	7%
EBIT marginal	3%	8%	5%	8%	3%	11%	7%	13%	5%	12%	9%	15%	1%	3%	3%
Skattesats	36%	33%	33%	10%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	30%	31%	31%

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

#### Motiverat värde och risk

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

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

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

#### Allmänt

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

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

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

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

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

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

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)