

BTS Group AB

Ett unikt bolag med fokus på innovation

Med ett bra rykte och stora möjligheter till utveckling av ett redan innovativt konsultbolag anser vi det vara mycket attraktivt. Bolaget verkar inom flera olika branscher och sprider sina intäkter över ett brett kundsegment, vilket minskar risken för beroende av enskilda sektorer. Det nyligen förvärvade AI-bolaget öppnar upp möjligheten att integrera dess verktyg i verksamhetens olika delar vilket öppnar upp för nya tillgångar som ger grund för långsiktig tillväxt. Trots en begränsad uppsida på 2,96 anser vi att BTS är ett kvalitetsbolag med goda framtidsutsikter och rekommenderar därmed att **behålla** aktien.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	2682,9	2857,3	3143,0	8,2%
EBITDA	421,9	372,9	471,1	5,7%
EBIT	288,1	291,4	345,7	9,6%
EBT	295,1	294,4	348,8	8,7%
Resultat	214,8	234,3	277,6	13,7%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	16,1	18,3	14,4
EV/EBIT	23,6	23,4	19,7
P/E	31,7	29,0	24,5

Analytiker

Lina Johansson
Filippa Docherty Skogh

Nyckeltal

Handelsplats	MidCap Stockholm
Sektor	Tjänstesektorn
Börsvärde (MKR)	5 684
Enterprise Value	6 807
Nettoskuld/EBITDA	-0,17
Direktavkastning (%)	2
P/E	23,2
EV/EBIT	22,8
EPS	12,6
ROE (%)	17,4
ROIC (%)	14,4
ROA (%)	8,0

Värdering

Aktiekurs	293kr
Riktkurs DCF	303,6kr
Riktkurs Peers	234-325kr
Uppsida/nedsida	2,96 %
Rekommendation	Behåll



Investment Case

BTS Group grundades 1986 i Stockholm av Henrik Ekelund och har vuxit till en global managementkonsultfirma. Idag är bolaget verksamt i 26 länder med närvaro på sex kontinenter och arbetar med 30 av världens 100 största företag samt 60 företag från Fortune 100-listan. Några exempel på kunder är ABB, Astra Zeneca, Coca-Cola, Ericsson och EY.

BTS kunder är verksamma huvudsakligen inom nio branscher: IT, finansiella tjänster, tillverkande industri, professional services, läkemedel & bioteknik, dagligvarubranschen (så kallade Fast-Moving Consumer Goods – FMCG), energi, telekom samt handel & distribution. Ingen av dessa marknader dominerar BTS intäkter och BTS beskriver det som att de får en naturlig exponering mot företag som är snabbföränderliga i sin natur.

Enligt Harvard Business Review misslyckas 67 procent av välformulerade strategier på grund av dåligt genomförande, vilket är ett tydligt exempel på varför BTS är existensberättigat. Genom att köpa skräddarsydda konsulttjänster från BTS får företag hjälp med att implementera sin strategi och få ut des fulla potential. Utöver nedgången under 2020 till följd av Covid-19 så har företaget en relativt stadig omsättningstillväxt som visar på en fortsatt positiv trend.

En risk hos BTS är deras konjunkturkänslighet. Covid-19 resulterade i en negativ utveckling i omsättningstillväxten, troligtvis eftersom kunderna tvingades skära ner på sina kostnader. Det är dock viktigt att understryka att nedgången i BTS omsättning inte enbart kan förklaras av minskade utbildningsbudgetar hos företag. Pandemin medförde även restriktioner som förbjöd fysiska utbildningar, vilket direkt påverkade BTS möjligheter att leverera sina tjänster.

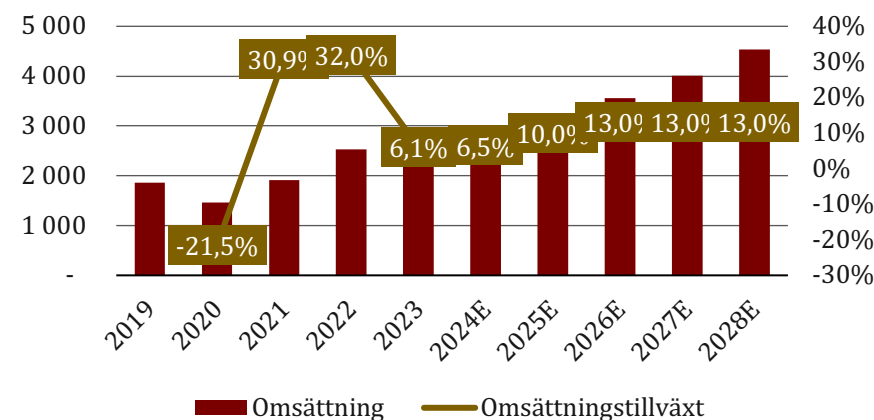
Under första delen av räkenskapsåret har bolaget satt nedgångar i omsättningen i Europa samtidigt som Nordamerika och övriga marknader

fortsätter växa. BTS förväntar sig även att Europa kommer återhämta sig under resterande del av räkenskapsåret vilket skulle visa samma mönster som tidigare år att H2 presterar högre siffror.

Bolaget förvärvade under Q2 Wonderway som är ett Berlin baserat AI-företag. BTS beskriver själva hur målet är att använda Wonderways verktyg i flera delar av verksamheten och vi ser stora möjligheter i att de kan använda detta till fördel i många bolagsaspekter. Med hjälp av AI går det att effektivisera många processer vid bland annat kundarbete och implementeringar vilket i längden både leder till kostnadsminskningar och möjlighet att ta an fler kunder.

Med ett bra rykte och stora möjligheter till utveckling av ett redan innovativt bolag anser vi det vara mycket attraktivt. Våra konservativa estimat på grund av osäkerheter i konjunkturen samt i vilken takt AI kan implementeras i verksamheten gav en uppsida på 2,96 procent. Trots denna begränsade uppsida är vår rekommendation **behåll**.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Affärsmodell

BTS är ett globalt tjänsteföretag för strategi-implementering och kulturförändring. De skapar utvecklingsprogram för företag som har till syfte att inspirera ledare och anställda till nya sätt att tänka och stärka de kritiska färdigheterna som företag behöver för att skapa bättre resultat. Detta innefattar föreläsningar, simuleringar, workshops och konferenser samt uppföljning av resultatet av genomförda program. Bolagets fokus ligger på när strategi- och kulturimplementeringen ska ske och inte själva framtagningens arbetet av strategin. Bolaget själva kallar det för att de jobbar på *the people side of strategy*. När företag kontaktar BTS står de antingen inför en väsentlig strategisk eller organisatorisk förändring som de vill genomföra, alternativt att de vill satsa på att utbilda cheferna på bolaget.

Störst fokus för BTS är deras simuleringar vilka ofta är ofta skräddarsydda för den enskilda kunden. Simuleringarna kan efterlikna ett företag i sin helhet såväl som mindre delar som ett affärsområde. Syftet med simuleringarna är deltagarna ska få lära sig genom att testa och se hur deras beslut påverkas av andra aktörer och av olika drivkrafter i branschen. Under Covid-19 så övergick bolaget till att erbjuda digitala och virtuella leveranser, något som hållit i sig även efter krisen. Bolaget erbjuder nu fysiska, digitala och virtuella leveranser.

Under 2023 stod BTS 10 största kunder för 19 procent av den totala försäljningen. Genom en breddkunskapsbas begränsar de sitt beroende av enskilda kunder och sprider därmed ut risken. Cirka 80 procent av BTS intäkterna kommer från återkommande kunder och ofta arbetar de med samma kund i 6 – 8 års tid.

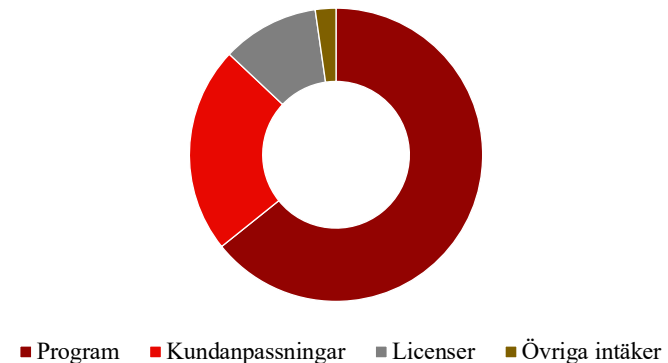
BTS erbjuder fyra olika tjänster;

1. **Strategy execution & business transformation** → BTS samarbetar med kundens organisation för att förändra beteenden och effektivt genomföra deras strategier.

2. **Leader readiness & development** → BTS hjälper cheferna att få kontakt med sina team och skapa en gemensam framtidsvision
3. **Go to market** → Hjälper kunderna att snabbare avsluta affärer och ge bättre service för att garantera att kunderna kommer tillbaka.
4. **Talent acquisition & succession** → BTS hjälper kunden att bättre identifiera och utveckla rätt talanger.

Affärsmodell är uppdelad på fyra kategorier av intäkter; Program, Kundanpassningar, Licenser och Övriga intäkter. BTS lägger relativt liten vikt vid uppdelningen då det rör sig om ett totalt erbjudande. Intäktsuppdelning är alltså inte hänförlig till en tjänst, utan en kund kan generera samtliga intäkter trots att de bara köper en tjänst. **Program** är försäljningen kopplat till de fysiska kurstillfällena, medan **kundanpassningar** är kopplat till det arbete som krävs för att skräddarsy simuleringarna och erbjudandet till den specifika kundens strategi. **Licenser** är efterförsäljning och digital försäljning. **Övriga intäkter** avser i huvudsak utfakturerade omkostnader i samband med **Kundanpassningar** och **Program**.

Nettoomsättning enligt affärsmodell



Affärsmodell

Ägarbild

Största ägaren i BTS är Henrik Ekelund som även är företagets grundare. Han var VD för bolaget från 1986 till 2022, men sitter nu som styrelseordförande istället. Nuvarande VD heter Jessika Skon och hon har haft rollen sedan Henrik Ekelunds avgång. Henrik har ett innehav motsvarande 18,9 procent och besitter 40,7 procent av röstandelarna. Vi ser positivt på att Henrik Ekelund fortfarande är kvar som storägare och skapar stabilitet i bolaget, även om han inte längre har en operativ roll i företaget.

BTS näst största ägare är Stefan af Petersen som tidigt investerade och delvis grundade BTS. Stefan sitter i dagsläget i valberedningen och har tidigare haft rollen som Global Partner (ansvar för stora kunder). Stefan har ett innehav motsvarande 11,7 procent och besitter 9,6 procent av röstandelarna.

Finansiella mål

BTS finansiella mål är följande

- Omsättningstillväxt, främst organisk – 20 procent
- EBITA-marginal – 17 procent
- Soliditet – minst 50 procent
- Utdelning – 40-65 procent av resultatet efter skatt

Bolaget beskriver själva att svårigheterna inte ligger i att uppnå målen utan att upprätthålla dem. Historiskt har omsättningstillväxten varit väldigt varierande där år 2020 var ett tufft år på grund av pandemin. Under 2023 var omsättningstillväxten 32 procent och hittills i år har den uppgått till nästan 5 procent.

EBITA-marginalen var år 2021 på 17,6 procent medan det året därpå var 13,8 procent. Historiskt är 2021 det enda året där målet har uppnåtts. Hittills i år har marginalen varit på 12,5 procent vilket är 0,5 procent högre än samma kvartal förra året.

Utdelningen har de senaste 10 åren varit över 45 procent av resultatet med undantag år 2021 då utdelningen var 43 procent. Soliditeten har sedan 2016 varit lägre än 50 procent och vi kan inte hitta att bolaget kommenterar dessa siffror.



Marknad och Konkurrens

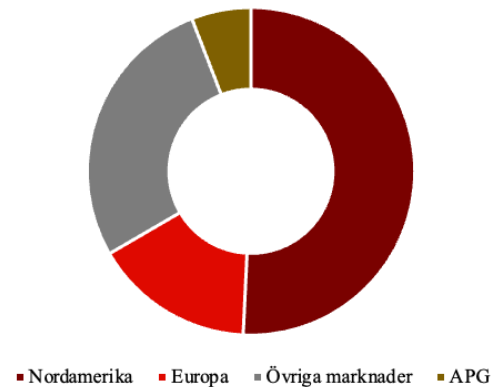
BTS kunder är verksamma huvudsakligen inom nio branscher: IT, finansiella tjänster, tillverkande industri, professional services, läkemedel & bioteknik, dagligvarubranschen (så kallade Fast-Moving Consumer Goods – FMCG), energi, telekom samt handel & distribution. Ingen av dessa branscher dominerar och den globala spridningen av kundernas verksamheter minskar bolagets exponering för enskilda branschers konjunktursvängningar.

Bolagets operativa enheter är uppdelade i 4 delar; **BTS Nordamerika**, **BTS Europa**, **BTS Övriga marknader** och **APG**. APG omfattar verksamheten i Advantage Performance group i USA och är ett av BTS dotterbolaget. Bolaget förvärvades 2006, och vi har inte hittat någon förklaring till varför BTS väljer att redovisa det som ett separat geografiskt område. Det vi däremot kan se är att APG har den överlägset sämsta EBIT-marginalen (cirka 0,1 procent) jämfört med övriga marknader som ligger på en EBIT-marginal på cirka 13,3 procent. Därmed antar vi att bolaget kanske vill särredovisa APG för att inte sänka någon av de andra geografiska områdenas EBIT-marginal.

Marknaden för företagsutbildningar och styrning är fragmenterad och beroende på hur man ser och beräknar marknaden kan den variera i storlek. Om man inkluderar alla typer av utbildningar inom ledarskap, management och strategiimplementering, blir det en mycket omfattande marknad.

BTS möter olika konkurrenter på olika marknader och har ingen global konkurrent, även om stora managementkonsulter som Accenture och McKinsey Company delvis har överlappande tjänsteerbjudanden. Det är dock viktigt att betona att dessa firmor även bidrar till BTS framgång då de erbjuder tjänster på den delen där BTS inte är verksamma – strategiutveckling. Ett företag måste först ha en strategi förberedd innan de får stöd av BTS med implementeringen. Därmed kan man även se dessa konkurrenter som en tidigare del av värdekedjan. Marknaden där BTS är aktiv konkurrerar även indirekt med universitetskurser och andra ledarskapsutbildningar, vilka fungerar som substitut för BTS tjänsteutbud.

Geografisk fördelning nettoomsättning



Värdering

Årets prestation för bolaget har varit begränsad i jämförelse med målen med en omsättningstillväxt närmare 5 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Detta på grund av en 23 procentig minskning av intäkter i Europa. Samtidigt har marknaderna Nordamerika och övriga marknader växt med 12 respektive 8 procent. Bolaget framför däremot hur de förväntar sig att Europa kommer återhämta sig under H2. Om omsättningen däremot skulle vara precis lika hög under andra halvan av räkenskapsåret som första skulle det innebära en omsättningstillväxt närmare 0 procent i jämförelse med 2023.

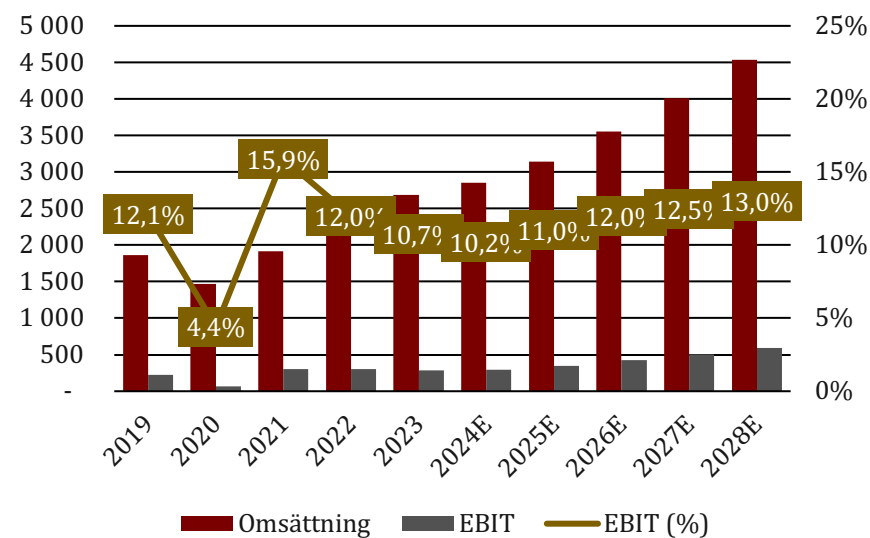
Bolaget har genomfört två förvärv under det senaste kvartalet, varav det thailändska förvärvet hade en omsättning på 6,5MUSD under 2023. Bolaget investerar även i AI där det andra bolaget, Wonderway, som förvärvades under Q2, är ett Berlinbaserat AI-företag som erbjuder abonnemangsbaserade tjänster. BTS förväntar sig att använda Wonderways teknik bredare inom hela sitt tjänsteutbud vilket vi anser vara en viktig faktor i att fortsätta vara relevant inom konsultbranschen. Hur detta kommer påverka intäkterna och kostnaderna är däremot svårt att säga i dagsläget då vi inte vet till vilken utsträckning som AI kommer integreras i deras interna och externa arbete samt i vilken takt.

DCF

Vid beräkning av WACC har vi valt att använda oss av marknadens avkastningskrav på 6,1 procent enligt PWCs riskpremiestudie 2024. Vi har även valt att använda oss av den svenska 10års statsobligationsräntan om 2,11 procent. Detta gav en WACC på 8,1 procent. Med hänsyn till bolagets finansiella mål samt historiska prestation har vi valt att sätta en genomsnittlig omsättnings CAGR på 12,4 procent. Bolaget är dåliga på att framföra vilka verksamhetsområden de vill utveckla och det är därför svårt att förutspå om och i så fall när och hur dessa verksamhetsområden utvecklas. Vi förväntar oss

däremot att marknadens efterfrågan kommer återhämta sig tillsammans med konjunkturen och förväntar oss därför högre marginaler. Förvärvens omsättningar bör även tas hänsyn till i estimaten. Vi förväntar oss att bolaget har stora möjligheter att dra nytta av Wonderways AI verktyg men i vilken takt detta kommer integreras i verksamheten är svårt att förutspå. AI öppnar många dörrar för bolaget att bli både kostnads- och arbetseffektiva. Det kan leda till mindre spenderad tid per kund som därmed kan läggas på andra kunder eller utveckling av verksamheten. Vi tog hänsyn till detta i våra estimat vid omsättningstillväxt och EBIT marginal samtidigt som vi anser att vi har varit konservativa i våra estimat i jämförelse med den historiska prestationen. Samtliga antaganden och estimat resulterade i en uppsida om 2,96 procent.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Känslighetsanalys

Vår känslighetsanalys visar hur uppsidan förändras om våra estimat skulle justeras. Den visar att uppsidan hade blivit betydligt högre om vi hade estimerat en högre omsättningstillväxt samt EBIT marginal.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,7%	-25%	-24%	-22%	-20%	-18%	-16%	-14%
9,2%	-20%	-18%	-16%	-13%	-11%	-9%	-6%
8,7%	-13%	-11%	-8%	-6%	-3%	-1%	2%
8,2%	-5%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
7,7%	4%	7%	10%	13%	17%	20%	24%
7,2%	15%	18%	22%	26%	30%	34%	38%
6,7%	28%	32%	37%	41%	46%	50%	55%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
9,7%	-33%	-29%	-24%	-20%	-15%	-11%	-6%
9,2%	-28%	-23%	-18%	-13%	-8%	-4%	1%
8,7%	-22%	-16%	-11%	-6%	-1%	5%	10%
8,2%	-14%	-8%	-3%	3%	9%	14%	20%
7,7%	-5%	1%	7%	13%	20%	26%	32%
7,2%	5%	12%	19%	26%	33%	40%	47%
6,7%	18%	26%	33%	41%	49%	56%	64%

Vi har räknat fram en beta om 1,18 vilket är betydligt högre än den betan som stå på Avanza, 0,86. Om vi hade använt oss av Avanzas beta hade det i stället gett en WACC om 6,5 procent och uppsidan hade då varit närmare 40 procent utan att förändra våra estimat.

Värdering mot Peers

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Accenture	31,60	23,80	19,10
Sweco	35,40	26,60	18,00
KnowIt	22,00	20,70	8,30
FranklinCovey	29,30	17,00	14,00
Afry	17,00	14,80	10,00
Average	27,06	20,58	13,88
BTS Group AB	23,20	22,84	15,58
Upside/downside	17%	-12%	-13%

Vid värdering mot peers har vi valt att jämföra BTS med konsult-bolag som har liknande verksamhet då det är svårt att hitta specifika konkurrenter för BTS. Det går att avläsa hur BTS P/E är något lägre än snittet medan EV/EBIT och EV/EBITDA är något högre än snittet. BTS P/E är i dagsläget lägre än sitt historiska snitt och vid föregående analys låg P/E på 27,3 vid en kurs på 280kr. Detta visar på en högre EPS och en snabbare stigande vinst i jämförelse med aktiekursen. Med tanke på bolagets gedigna rykte anser vi denna värdering vara rimlig och tillsammans med deras stora fokus på innovation anser vi att detta är ett bra konsultbolag som är värd att ha i portföljen.



Rekommendation

Fin historik och goda framtidsutsikter är det vi har valt att grunda våra estimat och slutligen rekommendation i. BTS är ett bra bolag med god ägarbild och trots den något konjunkturkänsliga verksamheten visar på god återhämtningsförmåga. Utvecklingspotentialen kring integrering av AI i verksamheten är något vi ser mycket positivt på då det förhoppningsvis innebär förbättrad kostnadseffektivitet, effektivisering av interna processer samt möjligheten att utveckla de kundanpassade lösningarna. Detta skulle i sin tur leda till starkare konkurrensfördel och långsiktig tillväxt. En EPS som stigit sedan senaste analysen samt en känslighetsanalys som visar en betydligt större uppsida om estimaten, som vi anser vara väldigt konservativa, hade justerats upp är något som indikerar på att bolaget är undervärderat. Med detta i ryggen är vår rekommendation därmed att **behålla** innehavet i BTS Group.

13 oktober 2024

