

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



B3 CONSULTING GROUP

Förutsättningar för ökad lönsamhet

2022-09-15

Analytiker: Axel Ljunghammer

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut,
kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

B3 Consulting Group AB (publ) ("B3" eller "Bolaget") är ett konsultföretag inom IT och Management, vilka grundades 2003 och har idag ca 700 anställda. Konsulttjänsterna säljs genom tre affärsområden: *Digital Innovation*, *Digital Management* samt *Cloud & Technology*. Bolagets kunder är några av Sveriges främsta företag och största myndigheter, såsom SEB, Arbetsförmedlingen och SJ, där B3 tillhandahåller tjänster inom digital transformation och verksamhetsutveckling. Bolaget rider på digitaliseringstrenden, vilken accelererat i samband med covid-19-pandemin. IT-lösningar blir allt mer viktiga i både privat och offentlig sektor vilket är den primära drivkraften i B3:s affär. B3 är noterade på Nasdaq Stockholm Small Cap sedan 2016.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell Prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-21
Disclaimer	22

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

B3 lanserade under början av år 2021 ett åtgärdsprogram med syftet att minska kostnaderna, vid utgången av Q2-22 hade programmet besparat Bolaget ca 39 MSEK på årsbasis i minskade kostnader. Detta har medfört bättre vinstmarginaler vilket tillsammans med en estimerad fortsatt tillväxt är en god värde drivare enligt Analyst Group. Vidare har B3 tecknat flertalet ramavtal, exempelvis ett med Skandia och ett med Vattenfall under H1-22, vilka, tillsammans med tidigare ramavtal med starka aktörer, förväntas generera återkommande intäkter under flertalet år framgent.

HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

B3 har uppvisat lönsamhet varje år sedan starten år 2003 vilket Analyst Group anser är en stark historik. Samtidigt har lönsamheten fluktuerat en del under åren där vi har sett vikande marginaler under exempelvis 2017 och 2019 främst hänförligt till långsiktiga tillväxstsatsningar, vilka har påverkat marginalen på kort sikt. Sedan Q4-21 har Bolaget uppvisat en rörelsemarginal överstigande 10 % vilket tillsammans med implementerat besparingsprogram indikerar en positiv lönsamhetstrend. Detta betyg är dock endast bakåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

Anette Billing är sedan april år 2022 VD och har lång erfarenhet från IT-konsultbranschen, vilket förväntas bidra positivt till Bolaget. Anette tog över uppdraget som VD efter grundaren Sven Uthorn som fortsatt är tredje största aktieägare i B3, vilket ingjuter förtroende. Styrelseordförande är sedan sommaren 2021 Sverre Bjerkeli som har ökat sitt aktieägarande under våren och äger idag 12,4 % av kapitalet. Det totala insynsägandet från ledning och styrelse uppgår till ca 17 %, för ett högre betyg hade vi önskat se en högre andel insynsägande främst från VD och CFO.

RISKPROFIL

3 av 10

Den finansiella risken i B3 anses vara låg då Bolaget idag visar på en låg nettoskuld/EBITDA om 0,05x. Bolaget har därutöver en stark balansräkning där det finns en kassa om ca 94 MSEK tack vare stabiliteten i affärsmodellen. Risken att Bolaget skulle kunna tappa en del av sin försäljning finns, med tanke på konjunkturläget, samtidigt är B3 väldiversifierade beträffande kunder och sektorer vilket minskar den bolagsspecifika risken.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, **Historisk Lönsamhet** och **Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

B3 CONSULTING GROUP AB (B3)

Ag

FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR ÖKAD LÖNSAMHET

Till följd av den starka digitaliseringstrenden prioriterar företag IT-lösningar i allt högre grad, vilket förväntas bidra till en minskad konjunkturkänslighet för B3. I kombination med att Bolaget har implementerat ett kostnadsbesparingsprogram samt är en attraktiv arbetsplats för IT-konsulter förväntas detta medföra en långsiktigt hållbar samt lönsam tillväxtresa framgent. Baserat på gjorda prognoser estimeras ett EBITDA-resultat om ca 154 MSEK år 2022, vilket med en applicerad målmultiplum om EV/EBITDA 9,8x resulterar i ett motiverat värde om 174 kr per aktie i ett Base scenario.

Stark underliggande tillväxt på marknaden

IT-konsultmarknaden växte med 7,6 % under år 2021, delvis drivet av en accelererande digitalisering till följd av covid-19-pandemin. Under 2022 estimeras tillväxten mattas av till endast 1,4 %, främst till följd av omvärldsfaktorer. Att marknaden, trots läget i världen med ökad inflation och höjda räntor, förväntas uppvisa en positiv tillväxt visar på styrka och att marknaden förväntas bli mindre konjunkturkänslig, något B3 kan kapitalisera på genom en stabilare efterfrågan även under mer turbulenta tider. B3 har dessutom som mål att växa snabbare än marknaden, något Bolaget har lyckats med historiskt.

Förutsättningar för marginalexpansion

Genom infört åtgärdsprogram vilket lanserades i början av år 2021 har Bolaget lyckats sänka kostnaderna med 39 MSEK på årsbasis, per Q2-22. Dessutom bidrar det faktum att IT-lösningar blir allt viktigare för företag till en mer stabil intjäning för B3 genom att de blir mindre benägna att säga upp dessa tjänster. Sammantaget medför dessa två faktorer att rörelsemarginalen estimeras bli såväl högre som mer stabil framgent, givet lägre kostnader samt stabilare omsättning.

Förvärv ligger i korten

B3 har historiskt sett varit ett förvärvsorienterat bolag och det är en del av Bolagets uttalade strategi, samtidigt önskar Bolaget samarbeta med duktiga entreprenörer för att starta upp intressebolag vilka har som mål att konsolideras in i koncernen när bolaget är moget. Dessa bolag har som syfte att bidra till koncernen genom att stärka kapaciteten eller tjänsteutbudet i form av nya specialistområden eller nya geografiska marknader, vilket skapar förutsättningar för fortsatt tillväxt. I dagsläget är B3 delägare i 5-10 intressebolag, vilket förväntas utökas under H2-22.

Nya ramavtal med starka aktörer

B3 har under året etablerat flera ramavtal med stora aktörer, under H1-22 tecknades exempelvis långsiktiga avtal med både Vattenfall och Skandia som omfattar ett brett utbud av IT-konsulttjänster. Dessa ramavtal förväntas bidra med återkommande intäkter under flertalet år framgent, exempelvis sträcker sig avtalet med Vattenfall över fem år.

AKTIEKURS 124,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL
BEAR
97 kr

BASE
174 kr

BULL
199 kr

B3 CONSULTING GROUP AB (PUBL)

Senast betalt (2022-09-14)	124,5
Antal Aktier (st.)	8 578 774
Market Cap (MSEK)	1 068,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	6,5
Enterprise Value (MSEK)	1 074,6
V.52 prisintervall (SEK)	64,6 – 141,0
Lista	Nasdaq Stockholm Small Cap

UTVECKLING

1 månad	-6,7 %
3 månader	20,3 %
1 år	81,5 %
YTD	50,4 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Protector Forsikring	23,5 %
Sven Uthorn	12,7 %
Sverre Bjerkeli med bolag	12,4 %
Claes Wiberg	6,8 %
Herald Investment Management	3,7 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Anette Billing
Styrelseordförande	Sverre Bjerkeli

FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport 3	2022-10-27
-------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	851,4	921,9	1115,5	1182,4
Omsättningstillväxt	1,4 %	8,3 %	21,0 %	6,0 %
Personalkostnader	-625,1	-639,9	-764,5	-813,6
Andel av omsättning	73,4 %	69,4 %	68,3 %	67,8 %
EBITDA	69,9	90,9	153,5	151,5
EBITDA-marginal	8,2 %	9,9 %	13,7 %	12,8 %
EV/S	1,3	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	15,9	12,2	7,2	7,3
EV/EBIT	26,2	15,7	8,5	8,7
P/E	39,8	22,1	10,6	11,2

INVESTERINGSIDÉ

**STARK
DIGITALISE-
RINGSTREND**

**STARKARE
MARGINALER
LIGGER I
KORTEN**

**154 MSEK
ESTIMERAD
EBITDA ÅR
2022**

Stabil underliggande marknadstillväxt

IT-konsultmarknadens största drivkraft är den digitaliseringsvåg som sköljer över världens företag med stark kraft, digital infrastruktur blir alltmer viktigt för företag och hamnar högre upp på prioriteringslistan. Detta visar sig på marknaden för IT-konsulter som växte med 7,6 % i Sverige under 2021, bl.a. tack vare en påskyndad digitalisering med anledning av covid-19-pandemin. År 2022 estimeras marknadens tillväxt mattas av till 1,4 % med hänvisning till det försämrade makroekonomiska läget i världen, vilket skulle innebära en omsättning på den svenska IT-konsultmarknaden om 134 mdSEK. Att marknaden förväntas visa tillväxt under år 2022 trots försämrade utsikter för ekonomin visar på investeringsviljan och behovet bland företag, något B3 förväntas kapitalisera på genom ett bibehållet högt kapacitetsutnyttjande även under tidsperioder med sämre konjunktur.

Potential för fortsatt marginalexpansion

B3 har det senaste årtiondet prioriterat omsättningstillväxt vilket har resulterat i att Bolaget har ökat omsättningen med en CAGR om 19 % sedan år 2013. Mot bakgrund av att B3 har investerat i tillväxt har rörelsekostnaderna varit på relativt höga nivåer, vilket har medfört lägre marginaler. Under Q1-21 implementerade B3 ett åtgärdsprogram med ambitionen att sänka rörelsekostnaderna och därmed öka marginalerna, vilket under Q2-22 resulterade i en kostnadsbesparing om 39 MSEK på årsbasis genom att engagera fler ledare i debiterbara uppdrag samt minska overheadkostnader. Givet detta och den marginalförbättring som följt, vilken Analyst Group ser som långsiktigt hållbar, så estimerar vi en snabbare vinststillväxt än vad Bolaget haft historiskt. Detta anser Analyst Group även ska medföra att B3 handlas till en högre multipel än vad som har varit fallet historiskt.

Ny ledning med rätt kompetens

Både VD Anette Billing och styrelseordförande Sverre Bjerkeli är relativt nya på sin post där båda besitter starka erfarenheter, Anette har tidigare haft ledande positioner inom IT-konsultbranschen och kommer senast från en regionschefsroll på Cybercom. Sverre har bl.a. varit VD för Protector Forsikring, vilket har varit en framgångssaga. Det totala insynsägandet från ledning och styrelse uppgår till 17 %, där Sverre ensam står för 12,4 %, vilket ingjuter förtroende, däremot hade Analyst Group önskat ett större ägande från VD och CFO för att skapa större incitament att skapa aktieägarvärde.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras en nettoomsättning om 1 115 MSEK härlett av bl.a. fortsatt hög efterfrågan samt högt kapacitetsutnyttjande, vilket tillsammans med en positiv kostnadsutveckling tack vare implementerat besparingsprogram, förväntas resultera i ett EBITDA-resultat om ca 154 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering appliceras en målmultipel om 9,8x, vilket resulterar i ett potentiellt värde om 174 kr per aktie i ett Base scenario.

Efterfrågan kan skifta i olika konjunkturlägen

En risk för B3 är att deras konsulttjänster trots allt är konjunkturberoende och att efterfrågan på Bolagets produkter kan skifta i olika konjunkturlägen. En minskad efterfrågan skulle leda till ett minskat kapacitetsutnyttjande vilket skulle påverka B3:s tillväxt och marginaler negativt. Vårt att notera dock är att IT-lösningar prioriteras högre hos företag idag, samt att 50 % av B3:s intäkter kommer från branscher med måttlig eller låg konjunkturpåverkan, vilket talar för att dessa företag i högre utsträckning stannar kvar som kunder även vid en vikande konjunktur.

HIGHLIGHTS

1

Underliggande tillväxt på marknaden

2

Potential för marginalexpansion

3

Minskad konjunkturkänslighet på marknaden

4

Uppstart av nya intressebolag och förvärv

5

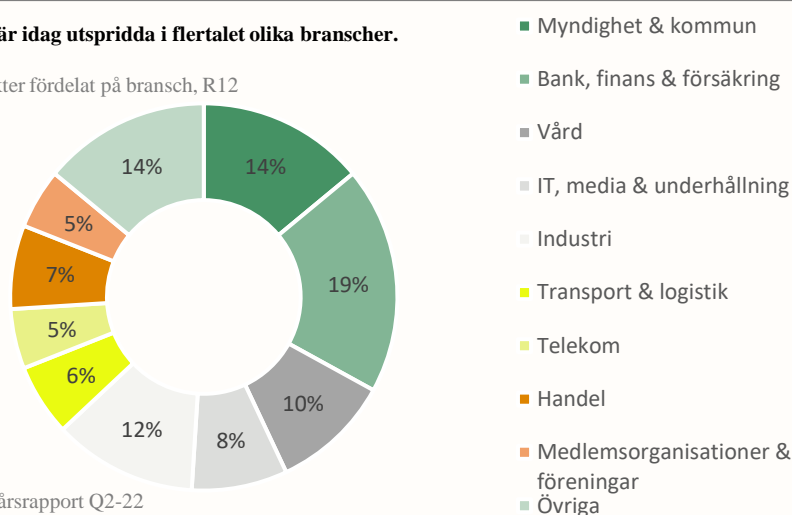
Ledning och styrelse ingjuter förtroende

BOLAGSBESKRIVNING

B3 är ett konsultföretag inom IT och management vilka utförde sina första uppdrag mot kund under vintern år 2003/2004, redan då fokuserade Bolaget på att erbjuda tjänster mot effektivisering av IT, vilket är B3:s fortsatta huvudaffär. Sedan dess har B3 levererat omsättningstillväxt under 18 år i rad med en CAGR om 29,5 %, bl.a. tack vare en attraktiv arbetsplats vilken har lockat kompetenta konsulter samt de förvärv som gjorts. Idag är B3 inte bara ett konsultbolag inom IT och management utan utbudet har också breddats genom affärsområdet *Cloud & Technology* som erbjuder cloud-baserade tjänster samt IT-säkerhetsfrågor. Övriga två segment i Bolaget är *Digital Innovation* som fokuserar på digitala kundupplevelser, produkter och tjänster samt *Digital Management* som bl.a. fokuserar på tjänster inom digitalisering och verksamhetsutveckling. B3 hade vid ingången av år 2022 över 200 kunder där ingen enskild kund stod för mer än 5 % av omsättningen men där Bolagets 10 största kunder stod för ungefär 25 % av omsättningen. Givet det stora antal kunder är inte Bolaget beroende av en enskild kund, varför ett kundtapp inte estimeras påverka Bolaget i större utsträckning, något som sänker risken för B3. Kunderna finns i en rad olika branscher där bank, finans och försäkring är den största branschen följt av myndighet och kommun. I dagsläget kommer ungefär 50 % av intäkterna från branscher som anses var lågt eller måttligt konjunkturberoende, något som bidrar till en lägre konjunkturkänslighet för B3.

B3:s kunder är idag utspridda i flertalet olika branscher.

Bolagets intäkter fördelat på bransch, R12



Källa: B3 Delårsrapport Q2-22

Affärs- och intäktmodell

B3:s intäktmodell består av att anställda konsulter är ute på debiterbara uppdrag, vilka är de som genererar intäkter till koncernen, således är personalen mycket viktig för B3:s affär. B3 använder sig av fyra tillväxtstrategier:

- Förädla befintliga tjänster** - Fokus ligger på att fördjupa relationerna med befintliga kunder för att fylla dem med ett större affärsinnehåll och skapa hög återköpsfrekvens. Idag utgör exempelvis cirka 15 % av Bolagets intäkter av ramavtal. De kunder som har valt att hantera sina konsulttjänster genom ramavtalsupphandlingar koncentrerar sina inköp till ett begränsat antal utvalda leverantörer, där B3 då har större chans att få uppdraget.
- Organisk tillväxt inom befintliga affärsenheter** – B3 driver den operativa verksamheten genom dess dotterbolag, i takt med att dessa växer i intäkter och leveranskapacitet bidrar de till den organiska tillväxten i Bolaget. Den organiska tillväxten estimeras fortsatt vara stark framgent, drivet av fortsatt digitalisering i samhället, vilket innebär hög efterfrågan på B3:s tjänster, samt att Bolaget kan rekrytera kompetent personal givet en attraktiv arbetsplats.
- Starta nya affärsenheter genom nyetablering** – Bolaget rekryterar entreprenörer som har förutsättningar att skapa nya B3-bolag, ofta på nya geografiska marknader eller inom nya specialistområden. Dessa bolag startas som ett intressebolag med ambitionen att öka ägandet över tid till dess att det blir ett dotterbolag.
- Förvärv** – Sedan år 2010 har 13 nya bolag förvärvats till koncernen med syftet att stärka Bolagets kapacitet, kompetens eller tjänsteutbud. De bolag som förvärvas ska ha en vilja och ambition att utvecklas inom B3. Storleken på dessa förvärv har varierat historiskt, bolag med allt från 7-50 anställda har förvärvats sedan år 2010.

FYRA OLIKA
STRATEGIER
FÖR ATT
SKAPA
TILLVÄXT

BOLAGSBESKRIVNING

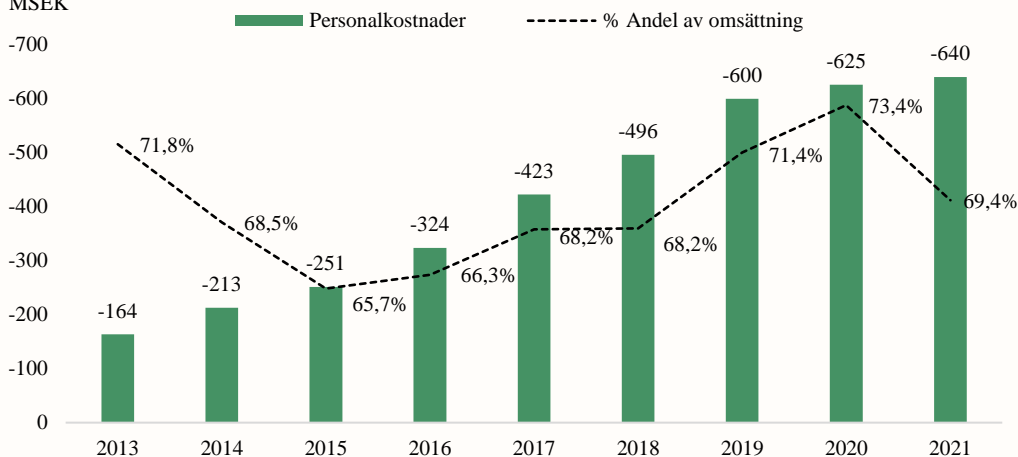
PERSONALKOSTNADER I NEDÅTGÅENDE TREND

Kostnadsdrivare

Den största kostnadsposten för B3 är Bolagets personalkostnader, vilka under åren 2018-2020 uppgick till ett snitt om 71 % i andel av omsättning, och sedan Q3-21 har denna andel minskat till att vara omkring 66-69 % av omsättning. Minskningen antas vara hänförlig till ett lyckosamt åtgärdsprogram som Bolaget startade i inledningen av år 2021. Åtgärdsprogrammets mål ligger i att reducera kostnader med syftet att förbättra marginalerna, målet på förhand var att under år 2022 minska kostnaderna med 30 MSEK på årsbasis från andra kvartalet. Detta sker bl.a. genom att reducera antalet ledare samt låta ledare engagera sig i fler debiterbara uppdrag och i utgången av det andra kvartalet år 2022 kommunicerade B3 att åtgärdsprogrammet hade medfört en kostnadsminskning om 39 MSEK på årsbasis, således alltså bättre än målet. Förutom personalkostnader så har B3 uppdragsspecifika externa kostnader som är kostnader kopplade till de uppdrag som konsulterna utför. Slutligen finns det även övriga externa kostnader, vilka är hänförliga till bl.a. leasingkostnader för lokaler och fordon, även dessa kostnader har minskat i relation till omsättningen de senaste kvartalen vilket kan förklaras av åtgärdsprogrammet som har anpassat overheadkostnader såsom hyreskostnader och IT.

Personalkostnader i relation till omsättning minskade för första gången på länge under år 2021.

Historiska personalkostnader och andel av omsättning MSEK



Källa: B3 Delårsrapport Q2-22

Strategisk utsikt

Något som kommer att vara avgörande för B3:s tillväxtresa är att Bolaget rekryterar tillräckligt kompetenta, samt tillräckligt många, konsulter för att tillgodose marknadens efterfrågan. De senaste åren har den heta IT-konsultmarknaden medfört att det har funnits en kompetensbrist snarare än problem med att få kunder, vilket inneburit att rekrytering har blivit en ännu viktigare fråga för B3, något som förväntas fortsätta framöver givet tillväxten på IT-konsultmarknaden samt digitaliseringstrenden. För att knyta till sig de bästa konsulterna krävs det en attraktiv arbetsplats som konsulterna väljer framför konkurrenternas. Det finns flertalet bevis att B3:s medarbetare är nöjda med sin arbetsgivare i form av ett antal utmärkelser, Bolaget fick en topplacering när "Great Place To Work" utsåg de bästa arbetsplatserna i Sverige både år 2020 och år 2021. B3 är också med som ett av årets karriärföretag 2022 vilket är en utmärkelse till företag som erbjuder unika karriär- och utvecklingsmöjligheter. Dessutom genomförde Bolaget en medarbetarundersökning under hösten år 2021 vilken visade att 92 % av de anställda var nöjda med sin arbetsgivare. Sammantaget visar detta att B3 har en stark position på rekryteringsmarknaden och goda möjligheter att attrahera de bästa konsulterna vilket är avgörande för att fortsätta växa.

En annan strategi för att öka antal anställda är genom förvärv, vilket B3 har gjort historiskt. Analyst Group estimerar att detta kommer fortsätta framgent, dels genom förvärv, dels genom rekrytering av entreprenörer vilka startar nya intressebolag som sedan ämnas inkluderas i koncernen på sikt, vilket också förväntas bidra till tillväxt framöver.

ATTRAKTIV ARBETS- PLATS VITAL FÖR REKRY- TERINGEN

MARKNADSANALYS

PANDEMIN HAR
PÅSKYNDAT
DIGITALISERINGEN

Digitaliseringen har det senaste årtiondet sköljt över världen med stark kraft och olika IT-lösningar har blivit allt viktigare för olika verksamheter. Detta var något som accelererade än mer under covid-19-pandemin vilket gjorde att företag blev ännu mer beroende av digitala lösningar. Detta då marknaden blir mer och mer föränderlig samt oförutsägbar vilket gör att företag behöver olika IT-lösningar för att kunna vara flexibla och anpassningsbara. Dessa lösningar används också för att effektivisera interna processer och eventuellt utveckla nya produkter samt tjänster. Sammantaget har företag i och med digitaliseringen blivit alltmer beroende av IT-lösningar för att bedriva sin verksamhet på bästa sätt.

MARKNADEN
PÅ VÄG ATT
BLI MINDRE
CYKLISK

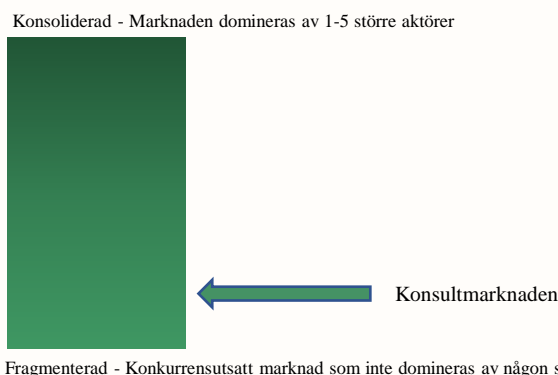
Konsultmarknaden har historiskt setts som en relativt cyklisk marknad som visat stabilitet i goda ekonomiska tider för att sedan få utstå utmaningar i sämre ekonomiska tider. Detta ser Analyst Group dock vara på god väg att förändras för just IT-konsulter med hänvisning till att företag har blivit mer beroende av sina digitala system. Beroendet gör att kunderna till konsulterna blir mindre benägna att säga upp tjänster även när de är mer ekonomiskt pressade, vilket adderar en *stickyness* i B3:s affärsmodell. Med detta sagt förväntas IT-konsulter fortfarande att påverkas om konjunkturen svänger nedåt i form av minskad tillväxt. De senaste åren har tillväxten på IT-konsultmarknaden varit stark där problemet snarare har varit att hitta tillräckligt med kompetent personal snarare än att hitta kunder. Under år 2022 har det ekonomiska läget i världen förändrats drastiskt med hög inflation, höjda räntor och krig i Europa, vilket påverkar IT-konsultmarknaden. Analysföretaget Radar Ecosystem Specialists estimerade i början av året en marknadstillväxt inom IT-konsultation om närmare 5 % men i juni har analysfirman fått revidera ner detta till 1,4 %, att jämföra med tillväxten om 7,6 % år 2021. Detta skulle betyda en omsättning om 134,3 miljarder kronor på den svenska marknaden år 2022. Värt att notera här är att Radar alltså fortfarande tror på tillväxt trots ett starkt 2021 och försämrade utsikter för ekonomin i stort. B3 har dessutom som ett mål att växa snabbare än marknaden, ett mål som har uppnåtts historiskt och som förväntas fortsätta genom att vara en attraktiv arbetsplats och därmed kunna rekrytera kompetent personal.

FRAGMENTERAD
MARKNAD

IT-konsultmarknaden är idag en fragmenterad marknad med många mindre aktörer men landskapet håller på att förändras. Många större konsultbolag har de senaste åren gjort flera förvärv vilket resulterat i en något mer konsoliderad marknad. B3 är en av de aktörer som har gjort flertalet förvärv, sedan år 2010 har Bolaget förvärvat 13 nya bolag till koncernen som en del av tillväxtstrategin. Tack vare att marknaden än idag fortfarande är relativt fragmenterad så finns förutsättningarna för att fortsätta med denna tillväxtstrategi.

Konsultmarknaden är idag fragmenterad vilket öppnar för förvärv.

Marknadskoncentration på konsultmarknaden



Källa: Mordor Intelligence

Enligt Mordor Intelligence förväntas den globala konsultmarknaden växa med en CAGR om 4,3 % mellan åren 2022-2027 men Analyst Group estimerar en snabbare tillväxt för B3, bl.a. till följd av att marknaden för IT-konsulter väntas växa snabbare. Vidare är det område som väntas växa allra snabbast det inom molnbaserade lösningar, där B3 är verksamma via affärsområdet *Cloud & Technology*.

FINANSIELL PROGNOIS

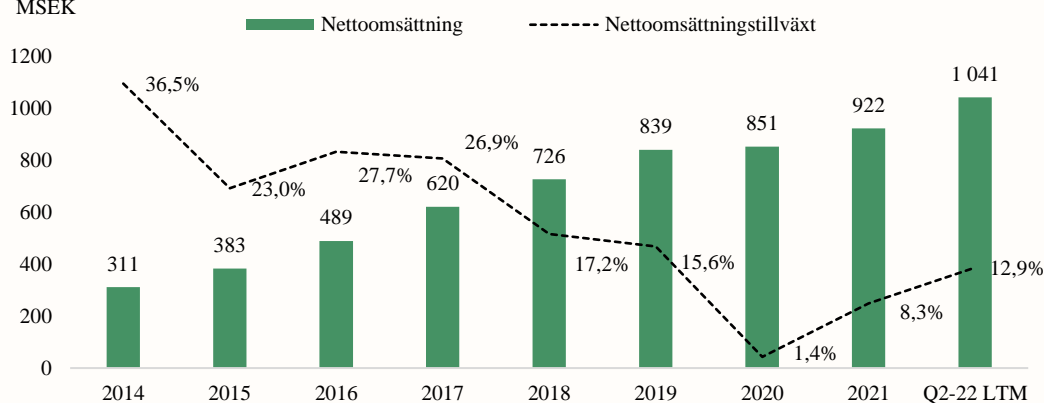
**STARK
TILLVÄXT
HISTORISKT**

Historisk omsättning

B3 har historiskt prioriterat en hög tillväxt vilket också har givit resultat. Bolaget har uppvisat tillväxt under varje år sedan starten 2003 och sedan 2013 har nettoomsättningen vuxit med en CAGR om 19 %. Detta trots att tillväxten blev kraftigt drabbad av covid-19-pandemin under främst år 2020, men även till viss del under år 2021. I början av 2022 har dock tillväxten accelererat igen, med en organisk tillväxt om 20 % under H1-22. Denna ökning är främst hänförlig till en hög efterfrågan på B3:s tjänster som dels kommer från tillväxten på den underliggande marknaden, dels från ett gynnsamt konjunkturläge, vilket har betytt fler avtal med kunder, exempelvis de ramavtal som tecknades med Skandia och Vattenfall under H1-22 och som sträcker sig över flera år. B3 har dessutom varit framgångsrika på att möta denna efterfråga genom att rekrytera nya kompetenta medarbetare, där genomsnittligt antal medarbetare uppgick till 710 under H1-22, att jämföra med 634 under H1-21.

Nettoomsättningen har sedan år 2013 vuxit med en CAGR om 19,1 %.

Historisk nettoomsättning samt nettoomsättningstillväxt
MSEK



Källa: Historiska räkenskaper

Omsättningsprognos 2022 till 2025E

Under de två första kvartalen år 2022 har nettoomsättningstillväxten uppgått till 27,5 % respektive 24 % för Q1 och Q2. Förutom den starka organiska tillväxten så har B3 under Q1-22 köpt andelar i fyra intressebolag så att dessa har blivit dotterbolag och därmed inkluderats i omsättningen fr.o.m. den 1 januari 2022, vilket bidrar positivt till nettoomsättningen för helåret 2022. Den stora utmaningen för B3 under de kommande 1-2 åren anser Analyst Group vara om konjunkturen viker nedåt och efterfrågan därmed följer efter. Analyst Group menar dock att B3 står väl rustade inför potentiellt sämre konjunktur, förutom genom en minskad konjunkturkänslighet för IT-konsulttjänster, också genom att det förväntas ske investeringar i IT vid en lågkonjunktur till följd av att sådana investeringar förväntas innebära effektiviseringar och därmed kostnadsbesparingar. På så sätt anser Analyst Group att B3 till viss del även kan kapitalisera på en lågkonjunktur, något som ökar stabiliteten i affärsmodellen vid olika konjunkturlägen.

Bolaget har haft fortsatt hög efterfrågan på sina tjänster under Q2-22 och en avmattning på denna har ännu inte märkts av. Dessutom har det heller inte märkts av någon inflation när det kommer till löner i de rekryteringsprocesser som har pågått inför hösten och det råder fortsatt stark kompetensbrist på marknaden vilket understryker den höga efterfrågan som fortfarande finns. Givet den fortsatta höga efterfrågan, vilken väntas hålla i sig under resterande del av år 2022, estimeras en nettoomsättning om 229 respektive 307 MSEK för Q3-22 och Q4-22, vilket resulterar i en nettoomsättningstillväxt om 21 % för helåret 2022. Den lägre nettoomsättningen under Q3-22 förklaras av säsongvariation då stora delar av semesterperioden ligger under Q3.

**STARK
START PÅ
ÅR 2022**

**FORTSATT
HÖG EFTER-
FRÅGAN**

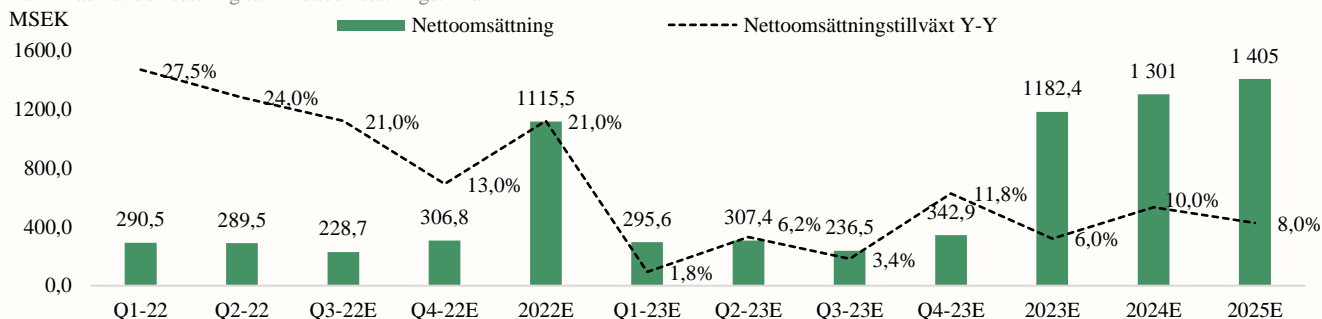
FINANSIELL PROGNOSE

En nettoomsättningstillväxt om 6 % estimeras för år 2023 vilket innebär en nettoomsättning om 1 182 MSEK, vilken fördelas relativt jämt över kvartalen, med undantag för en något lägre omsättning för Q3 p.g.a. säsongsvariationer samt en något högre omsättning för Q4 som brukar vara B3:s starkaste kvartal. På medellång sikt är det svårt att se den starka efterfrågan bibehållas, varför en lägre nettoomsättningstillväxt estimeras för år 2023, däremot förväntas B3 klara av ett sämre konjunkturläge väl och det finns flera anledningar till varför. Den allt mindre konjunkturkänsligheten på marknaden spelar Bolaget i händerna då IT-lösningar blir allt viktigare för företag, varför kunder blir mindre benägna att säga upp de tjänster som B3 erbjuder. Vidare befinner sig ca 50 % av Bolagets kunder i branscher med lågt eller måttligt konjunkturberoende vilket innebär att dessa kunder påverkas mindre av konjunktursvängningar och därför inte behöver strypa kostnader i samma utsträckning i händelse av en försämrad konjunktur. Den breda kundbasen medför att det till viss del går att styra försäljningen, alltså växla upp i en bransch som klarar av en lågkonjunktur bättre, och därmed visar en relativt sett stark efterfråga, om en annan bransch bromsar in till följd av lågkonjunktur. B3 använder sig även av underkonsulter vilket ger en flexibilitet och en möjlighet att skala upp och ner vid behov.

Den lägre nettoomsättningstillväxten år 2023 jämfört med år 2022 beror dels på en förväntad sämre konjunktur, vilket fortfarande förväntas påverka Bolaget i viss grad, dels att vi inte inkluderar några ytterligare förvärv i prognosen. Detta trots att det är troligt att förvärv kommer ske givet att det är en av B3:s tillväxtstrategier, något som kan ske dels genom förvärv av existerande bolag på den fragmenterade konsultmarknaden, dels genom en ökad ägarandel i intressebolag. Bolaget har i dagsläget 5-10 intressebolag där de som visar god tillväxt- och lönsamhetspotential ämnas konsolideras in i koncernen. Förvärv utvärderas dessutom löpande men med hänvisning till svårigheter vad gäller när i tiden ett förvärv kan ske, samt vilken storlek och hur detta skulle finansieras, är detta inget som inkluderas i prognoserna.

Omsättningen väntas fortsätta växa stabilt framgent.

Estimerad nettoomsättning samt nettoomsättningstillväxt



Analyst Groups prognoser

**GOD UNDER-
LIGGANDE
TILLVÄXT
PÅ
MARKNADEN**

Nettoomsättningstillväxten år 2024 respektive år 2025 estimeras öka med en tillväxt om 10 respektive 8 %. Tillväxt drivarna antas vara en underliggande tillväxt på marknaden och en förbättrad konjunktur jämfört med år 2023. Den globala konsultmarknaden spås växa med en CAGR om 4,3 % fram till år 2027, B3 är dock verksamma inom IT-konsultation, en marknad som väntas växa ännu snabbare. Dessutom har B3 historiskt vuxit snabbare än marknaden vilket väntas fortsätta framgent, dels genom att vara en attraktiv arbetsplats vilken lockar till sig kompetent personal, dels genom att fortsätta vinna upphandlingar för avtal. B3 har goda förutsättningar att fortsatt kunna rekrytera duktiga medarbetare, bl.a. genom att deras starka arbetsplatskultur fortsätter att få prestigefyllda utmärkelser som attraherar arbetskraft. Dessutom har Bolaget en stark wellnessprofil som ämnar hjälpa medarbetarna att kombinera ett spännande arbete med en aktiv fritid vilket ger ytterligare attraktionskraft i rekryteringen. Givet den kompetensbrist som finns på marknaden i dagsläget så väntas rekryteringen bli den viktigaste faktorn för fortsatt tillväxt framgent, tillsammans med att fortsätta vinna upphandlingar, något B3 väntas fortsätta göra genom att erbjuda kompetent personal. Sammantaget gör den attraktiva arbetsplatsen tillsammans med att B3 huserar på IT-konsultmarknaden samt erbjuder tjänster inom *cloud* som väntas växa snabbare än marknaden att Analyst Group estimerar att Bolaget kan fortsätta växa snabbare än den globala konsultmarknaden även i flera år framöver.

FINANSIELL PROGNOSE

BRUTEN TREND I PERSONAL- KOSTNADER

Historisk kostnadsanalys

B3:s klart största kostnadspost är personalkostnaderna som står för ca 80 % av de totala rörelse-kostnaderna, mellan år 2015-2021 ses en tydlig trend att personalkostnader i förhållande till omsättning ökade för varje år. Trenden bröts dock under år 2021 där det framför allt från Q3-21 framgår en tydlig minskning av personalkostnader i förhållande till omsättningen. Minskningen är främst hänförlig till åtgärdsprogrammet som infördes i inledningen av år 2021 med syftet att minska personal- samt övriga externa kostnader och därmed förstärka marginaler. Målet var en resultatförbättring om 30 MSEK på årsbasis i Q2-22, vilket överträffades genom en minskning om 39,5 MSEK och ca 4 % marginalförbättring, något som har lett till en rörelsemarginal om 11,2 %.

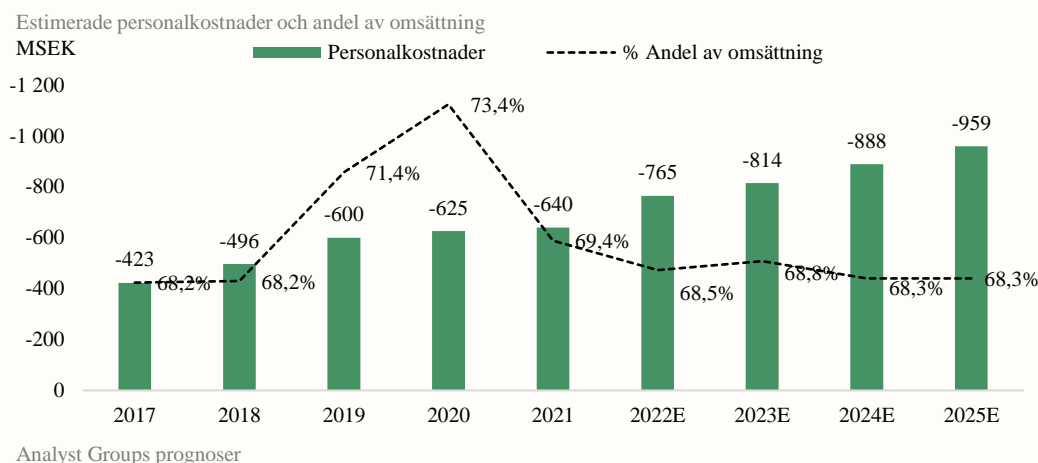
Vad gäller B3:s övriga rörelsekostnadsposter, uppdragsspecifika externa kostnader samt övriga externa kostnader, så har även dessa minskat något till följd av åtgärdsprogrammet. Dessa kostnader inkluderar framförallt overheadkostnader såsom hyror och IT vilka har setts över, något som givit resultat främst under H1-22. Både de uppdragsspecifika externa kostnaderna och de övriga externa kostnaderna har minskat med en procentenhet vardera i förhållande till omsättning jämfört med samma period föregående år.

Förutsättningar för en högre marginal

Åtgärdsprogrammet har skapat förutsättningar för att B3 ska kunna ha en rörelsemarginal om 10 % eller högre kommande år. Under de två första kvartalen år 2022 har Bolaget haft en god rörelsemarginal om 13,4 respektive 11,9 % vilket är hänförligt till att samtliga rörelsekostnads-poster som har minskat. Detta beror förutom åtgärdsprogrammet på den starka efterfrågan som har funnits på B3:s tjänster vilket har lett till ett högt kapacitetsutnyttjande. Under årets två återstående kvartal ser Analyst Group att denna starka efterfrågan kommer minska något givet den turbulens som finns i världsekonomin idag med skenande inflation och höjda räntor. Personalkostnaderna estimeras givet detta öka något i andel av omsättning till 67,5 respektive 68,5 % i Q3 samt Q4, att jämföra med 66 % under samma kvartal föregående år. Sammantaget innebär detta att en rörelsemarginal om 11,8 % estimeras för helåret, klart över Bolagets mål om 10 %.

Under år 2023 väntas också något svalare efterfrågan än under år 2022 vilket estimeras påverka marginalen då B3 inte kan ha lika högt kapacitetsutnyttjande. Samtidigt använder sig B3 av underkonsulter vilket förväntas innebära att det går att styra kapaciteten till en viss grad. Till följd av detta estimeras personalkostnaderna under de två första kvartalen till 69,5 % av omsättningen för att sedan sjunka i Q3 samt Q4 till 67,5 respektive 68,5 %, vilket innebär att personalkostnaderna i förhållande till omsättning prognostiseras hamna på 68,8%. Detta tillsammans med att Bolaget verkar i branscher med mindre konjunkturpåverkan och att tjänsterna som erbjuds blir allt mindre konjunktur känsliga gör att rörelsemarginalen estimeras ligga på 10,8 % för år 2023.

Personalkostnader väntas minska i förhållande till omsättning.

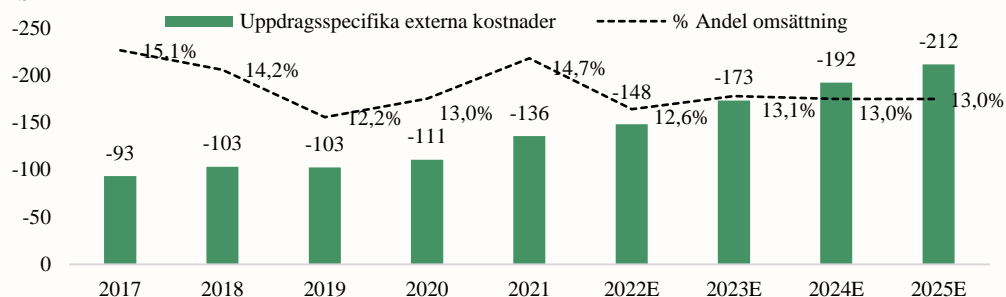


FINANSIELL PROGNOIS

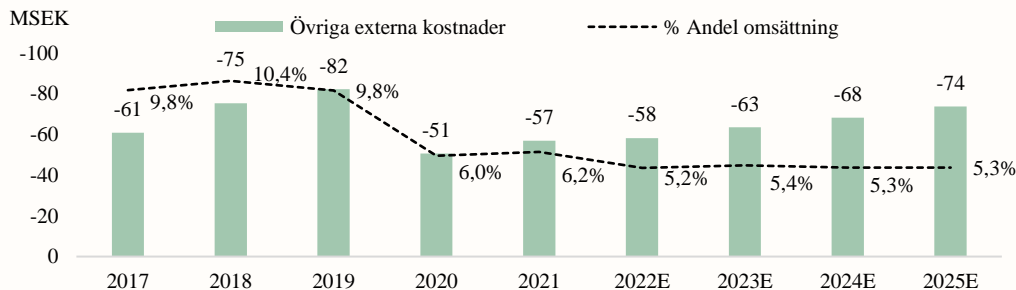
Personalkostnader väntas minska i förhållande till omsättning.

Estimerade personalkostnader och andel av omsättning

MSEK



MSEK



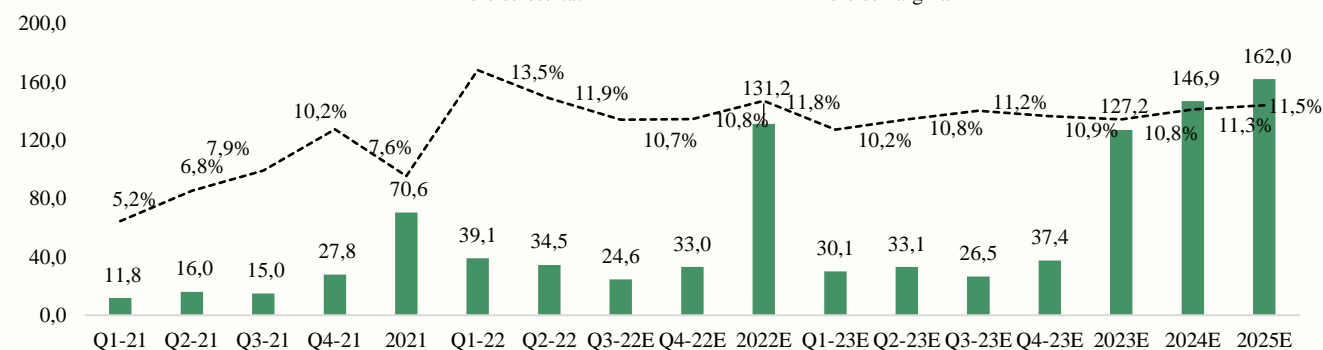
Analyst Groups prognoser

För år 2024 och 2025 estimeras personalkostnaderna hamna på en mer långsiktigt stabil nivå kring 68 % av omsättningen när konjunkturen väntas vända uppåt något igen. Detta är enligt Analyst Group vad som estimeras bli en långsiktigt hållbar nivå efter att åtgärdsprogrammets resultat har visat sig fullt ut. Vad gäller uppdragspecifika externa kostnader samt övriga externa kostnader så räknar vi med att 13 respektive 5,3 % i andel av omsättningen är långsiktigt rimliga nivåer med tanke på åtgärdsprogrammets resultat. Sammantaget resulterar detta i en rörelsemarginal om 11,3 % för år 2024 och 11,5 % för år 2025. För att detta scenario ska spela ut krävs att den relativt oprövade ledningen klarar av att anpassa Bolagets leverans efter kundernas behov så att resurserna fördelas effektivt och att kapacitetsutnyttjandet förblir högt. Detta har ledningen alla förutsättningar att klara av, VD Anette har lång erfarenhet inom konsultbranschen på olika ledande positioner. Denna erfarenhet kan hon använda för att känna av åt vilket håll marknaden rör sig och inom vilka områden det ska växlas upp när ett område bromsar in.

Rörelsemarginalen estimeras förbättras tack vare åtgärdsprogrammet.

Estimerat rörelseresultat samt rörelsemarginal

MSEK



Analyst Group prognoser

VÄRDERING

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	839,5	851,4	921,9	1 115,5	1 182,4	1 300,7	1 404,7
Övriga rörelseintäkter	1,0	5,2	1,5	3,3	2,9	3,1	6,8
Totala intäkter	840,5	856,6	923,4	1 118,8	1 185,3	1 303,8	1 411,5
Uppdragsspecifika externa kostnader	-102,6	-110,8	-135,7	-142,5	-156,6	-169,1	-182,6
Övriga externa kostnader	-82,3	-50,7	-56,9	-58,3	-63,5	-68,3	-73,7
Personalkostnader	-599,6	-625,1	-639,9	-764,5	-813,6	-888,3	-959,4
Övriga rörelsekostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	56,0	69,9	90,9	153,5	151,5	178,1	195,7
EBITDA-Marginal	6,7%	8,2%	9,9%	13,8%	12,8%	13,7%	13,9%
Avskrivningar och nedskrivningar	-24,8	-27,5	-20,3	-22,3	-24,4	-31,2	-33,7
EBIT	31,3	42,4	70,6	131,2	127,2	146,9	162,0
EBIT-marginal	3,7%	5,0%	7,7%	11,8%	10,8%	11,3%	11,5%

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med ett antal peers inom branschen. Även om en del skiljer bolagen åt vad gäller storlek och rörelserisk så är samtliga bolag IT-konsulter som i huvudsak verkar på den svenska marknaden, precis som B3. För att ge perspektiv på hur B3 står sig mot jämförelsebolagen redogörs bolagens storlek, tillväxt, marginal, soliditet, skuldsättningsgrad och multiplar i tabellen nedan.

Peers (LTM)	Börsvärde (MSEK)	Tillväxt CAGR (2015-2021)	EBITDA-tillväxt CAGR (2015-2021)	EBITDA-marginal	Soliditet	Skuldsättningsgrad	EV/S	EV/EBITDA
Softronic	1 292	4,6%	17,3%	15,1%	54,6%	0,8	1,52	10,08
CAG Group	618	14,7%	20,9%	11,9%	53,0%	0,9	0,84	7,07
Devport	336	24,1%	72,6%	9,5%	36,1%	1,8	0,73	7,65
Eurocon Consulting	340	6,5%	12,7%	15,3%	57,1%	0,8	1,07	7,01
Diadrom	104	2,4%	9,7%	21,2%	53,3%	0,9	1,62	7,63
Knowit	7 576	13,7%	21,4%	12,1%	59,6%	0,7	1,32	10,88
<i>Medel</i>	<i>1 711</i>	<i>11,0%</i>	<i>25,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>52,3%</i>	<i>1,0</i>	<i>1,18</i>	<i>8,39</i>
<i>Median</i>	<i>479</i>	<i>10,1%</i>	<i>19,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>54,0%</i>	<i>0,8</i>	<i>1,19</i>	<i>7,64</i>
B3 Consulting	1 102	15,8%	15,8%	13,1%	36,9%	1,7	1,07	8,13
Diff. från medel (enheter)	-609	4,8%	-10,0%	-1,1%	-15,4%	0,8	-0,12	-0,26
Diff. från median (enheter)	623	5,7%	-3,3%	-0,5%	-17,1%	0,9	-0,13	0,49

Då samtliga jämförelsebolag såväl som B3 är lönsamma och har varit det under en längre tid så appliceras en EV/EBITDA-multiplier för att värdera B3. Anledningen varför EV/EBITDA används framför EV/EBIT är att B3 har relativt stora avskrivningar vilka inte är kassaflödesdrivande. När vi ser på jämförelsebolagen så värderas de idag till en genomsnittlig multipler om 8,4x och en medianmultipler om 7,6x. B3 värderas idag till en premie jämfört med Bolagets peers vilket anses vara befogat. Vidare anser vi att utrymme finns för att tilldela B3 ytterligare en värderingspremie utöver den redan befintliga, bl.a. för att B3 är ett större bolag än vissa av de jämförelsebolag som värderas lägst, då mindre bolag ofta har ett högre avkastningskrav med hänsyn till risken, varför de ofta värderas lägre än större konkurrenter. Vidare finns det även en större rörelserisk i flera jämförelsebolag i form av en mindre varierad kundbas. Exempelvis kommer 80 % av Devports omsättning från fordonsindustrin vilket ökar risken då en avtagande tillväxt på fordonsmarknaden i hög grad skulle påverka Devport, något som inte är otänkbart i dagsläget. Vad gäller Eurocon så erbjuder företaget förutom IT-konsulter även konsulter till andra branscher som verkstad, energi och infrastruktur. Dessa branscher är mer konjunkturberoende och därav finns det en större risk i Eurocons affärsmodell, vilket motiverar en lägre multipler. I och med att B3:s marginaler förväntas expandera efter åtgärdsprogrammet är färdigställt så prognostiseras också en högre tillväxt i EBITDA kommande år jämfört med branschkollegorna. Givet detta resonemang anser Analyst Group att en målmultipler om EV/EBITDA 9,8x på 2022 års EBITDA-resultat är rimligt. Att Bolaget värderas lägre än konkurrenten Knowit har främst att göra med storleken, då Knowit har cirka 8x större börsvärde jämfört med B3. En EV/EBITDA-multipler om 9,8x på 2022 års prognostiserade EBITDA resulterar i ett bolagsvärde om ca 1 492 MSEK vilket i sin tur innebär ett värde om 174 kr per aktie i ett Base scenario. Vi finner även stöd till denna relativvärdering i vår DCF-analys av B3, vilken framgår i ett sammanfattat format i Appendix på sida 21.

174 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas en fortsatt hög tillväxt för B3 kommande år, i de två avslutande kvartalen av år 2022 förväntas en fortsatt hög efterfrågan på B3:s tjänster, vilket leder till ett högt kapacitetsutnyttjande. Den fortsatt höga efterfrågan drivs av att Bolagets tjänster inte alls visar sig vara särskilt beroende av konjunkturen då IT-konsulttjänster numera är allt för viktiga för B3:s kunder. I kombination med att den förväntade lågkonjunkturen faktiskt inte blir så allvarlig, till följd av att inflation och räntor viker nedåt, så gör detta att en nettoomsättningstillväxt om 28 % estimeras för år 2022, vilket innebär en tillväxt om 31 respektive 30 % för Q3 samt Q4. Kommande år förväntas fortsatt stark tillväxt drivet av ett högt kapacitetsutnyttjande och att B3 fortsätter att locka till sig kompetent personal, vilket kommer vara avgörande för att möta den efterfrågan som finns. Bolaget är väl positionerade för att klara av detta i och med den attraktiva arbetsplats som idag erbjuds hos B3. Tack vare detta estimeras en nettoomsättningstillväxt om 12 % för både år 2023 och 2024 samt en nettoomsättningstillväxt om 10 % för år 2025. När det kommer till Bolagets kostnader så väntas de sjunka än mer som andel av omsättningen tack vare högt kapacitetsutnyttjande samt att åtgärdsprogrammet ger fortsatt effekt, något som väntas innebära en rörelsemarginal omkring 13 % för prognosperioden. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 9,8x på 2022 års EBITDA-resultat om 175 MSEK i ett Bull scenario ger detta ett bolagsvärde om ca 1 708 MSEK vilket motsvarar ett potentiellt värde per aktie om 199 kr i ett Bull scenario.

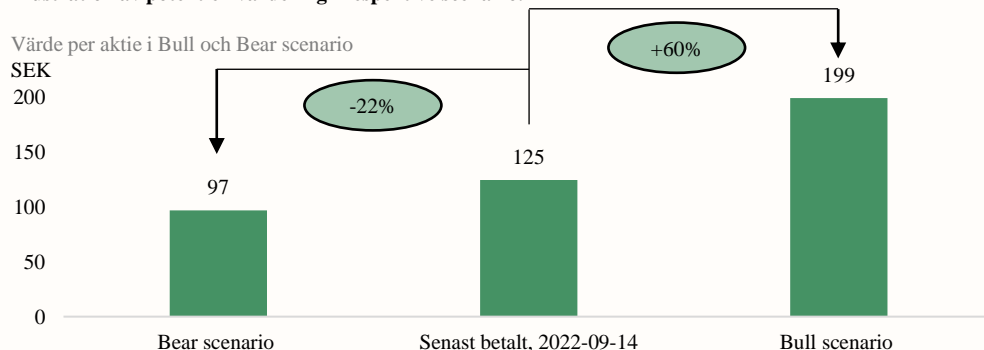
199 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Bear scenario

I ett Bear scenario slår en lågkonjunktur hårdare mot efterfrågan på B3:s tjänster, redan under H2-22 märks detta av på nettoomsättningen som bromsar in rejält och resulterar i en nettoomsättningstillväxt om 10 % för helåret 2022, vilket motsvarar en organisk tillväxt om ca 3,5 %. Vidare in i år 2023 blir det än tuffare då B3:s kunder drar in rejält på sina investeringar och efterfrågan på IT-konsulter minskar, dock estimeras ändå en tillväxt, om än svag, om 2 % för år 2023, givet en minskad konjunkturkänslighet för IT-konsulter. För år 2024 och 2025 väntas tillväxten öka något igen då efterfrågan kommer tillbaka lite starkare och kapacitetsutnyttjandet blir högre, vilket resulterar i en nettoomsättningstillväxt om 8 respektive 7 %. När det kommer till Bolagets kostnader så förväntas de öka i förhållande till omsättningen. Detta är en naturlig följd av att kapacitetsutnyttjandet går ner vid en lägre efterfrågan samtidigt som en del av kostnaderna ligger fast, exempelvis vissa overheadkostnader och en del av personalkostnaderna. Ett sämre kapacitetsutnyttjande kan också till viss del hänföras till att den något oprövade ledningen inte lyckas styra om leveransen när kundernas behov förändras i ett nytt ekonomiskt läge. Både VD och CFO är nya på sina poster för i år och har inte lett bolaget genom en tuffare period tidigare, vilket kan bidra till att kostnader ökar i ett sådant scenario, detta eftersom leveransen inte styrs om till de mindre konjunktur känsliga branscherna där efterfrågan bibehålls även vid en lågkonjunktur. Sammantaget innebär det en stor påverkan på marginalerna som ligger kvar på ungefär samma nivåer som historiskt, trots det åtgärdsprogram som nu har gått i mål. Med hänsyn till ovan resonemang så minskar den förväntade tillväxten i EBITDA och rörelserisken visar sig vara större än vad som idag anses vara inprisat, varför en lägre målmultipel motiveras i ett Bear scenario. Baserat på en målmultipel om EV/EBITDA 7x 2022 års EBITDA så härleds ett bolagsvärde om ca 831 MSEK fram vilket motsvarar ett potentiellt värde per aktie om 97 kr i ett Bear scenario.

97 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.



Analyst Groups prognoser

LEDNING & STYRELSE

Anette Billing, VD



Anette sitter som VD för B3 sedan 1:a april 2022 och har en examen i systemvetenskap från Umeå Universitet. Hon har ca 30 års erfarenhet från ledande positioner inom IT-konsultbranschen och kommer senast från rollen som Regionchef på Cybercom Stockholm, vilka är ett IT-konsultbolag som gick samman med Knowit under våren år 2021. Förutom rollen på Cybercom har Anette bl.a. varit Sverigechef på Fujitsu Consulting Services.

Anette innehar i dagsläget inga aktier i B3 men innehar 150 000 teckningsoptioner.

Johanna Eriksson, CFO



Johanna tillträdde som CFO i starten av H2-22 och kommer senast från rollen som CFO på Dedicare. Johannas utbildning består av en kandidatexamen inom företagsekonomi med inriktning logistik på SH/KTH. Förutom rollen på Dedicare så har hon även varit CFO på Sopra Steira samt Senior Manager på Deloitte.

Johanna innehar 150 aktier i B3.

Sverre Bjerkeli, Styrelseordförande



Sverre har varit styrelseordförande i B3 sedan år 2021 och sitter i dagsläget även som styrelseordförande i Hvaler Invest AS och Digital Mediepartner AS. Sverres utbildning består av en MSc Business and Marketing vid Norwegian Business School. Tidigare erfarenheter inkluderar en VD-position på Protector Forsikring såväl som Ementor Norge (nu ATEA) och Storebrand Bank.

Sverre innehar 1 064 213 aktier genom Hvaler Invest AS.

Mikael Cato, Styrelseledamot



Mikael har suttit som styrelseledamot sedan år 2020 och har en ekonomexamen från Mittuniversitetet. Han har under sin karriär haft flera ledande befattningar inom Management/IT och digitalisering på exempelvis Acando och Cybercom. Idag är han Chief Digital Officer samt styrelseledamot på Scania.

Mikael innehar 2000 aktier i B3.

Kristin Lindmark, Styrelseledamot



Kristin har suttit som styrelseledamot sedan år 2019 och har en civilingenjörsexamen från Linköpings universitet. Hon sitter idag som CIO på Telenor Sverige och har sedan tidigare runt 20 års erfarenhet av IT-branschen med fokus på bank och försäkring. Tidigare roller inkluderar CIO på SPP, Head of Digital & mobile på SPP samt Manager på Accenture.

Kristin innehar 6000 aktier i B3.

LEDNING & STYRELSE

Marika Skärvik, Styrelseledamot



Marika har suttit som styrelseledamot sedan år 2017 och hennes utbildning består av marknads-ekonom på Berghs School of Communication och studier i ekonomi och juridik vid Stockholms universitet. Hon är idag VD för PerformancePotential och sitter som styrelseledamot i Interoc samt Springlife. Genom karriären har hon hunnit med flera VD-poster för NetCenter, Carlson Wangonlit och Hudson Norden. Marika har även hunnit med roller som Sales Manager på Saven och Executive Sales på Microsoft tidigt i karriären. En hel del styrelseroller finns också på CV:t, exempelvis satt hon i styrelsen för B3:s konkurrent Softronic under åren 2007-2011.

Marika innehar 2500 aktier i B3.

Anna Söderblom, Styrelseledamot



Anna har suttit som styrelseledamot sedan år 2020 och är idag verksam som lärare och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm. Hon sitter även med i ett antal styrelseuppdrag, ordförande i Echandia Group, ledamot Cabonline Group, Länsförsäkringar Liv, BTS Group, Midway Holding, Almi Företagspartner och Dedicare. Annas bakgrund utbildningsmässigt är en Ekonomie doktor i företagsekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm, en Filosofie kandidatexamen i företagsekonomi vid Stockholms universitet samt en högskoleexamen på matematikerlinjen vid Lunds universitet. Förutom nuvarande styrelseuppdrag har Anna 14 avslutade styrelseuppdrag där några av dessa har varit IT-företag. Tidigare roller inkluderar Marketing Director på Postnord och Microsoft samt Investment Manager på StartupFactory och Industrifonden.

Anna innehar 6000 aktier i B3.

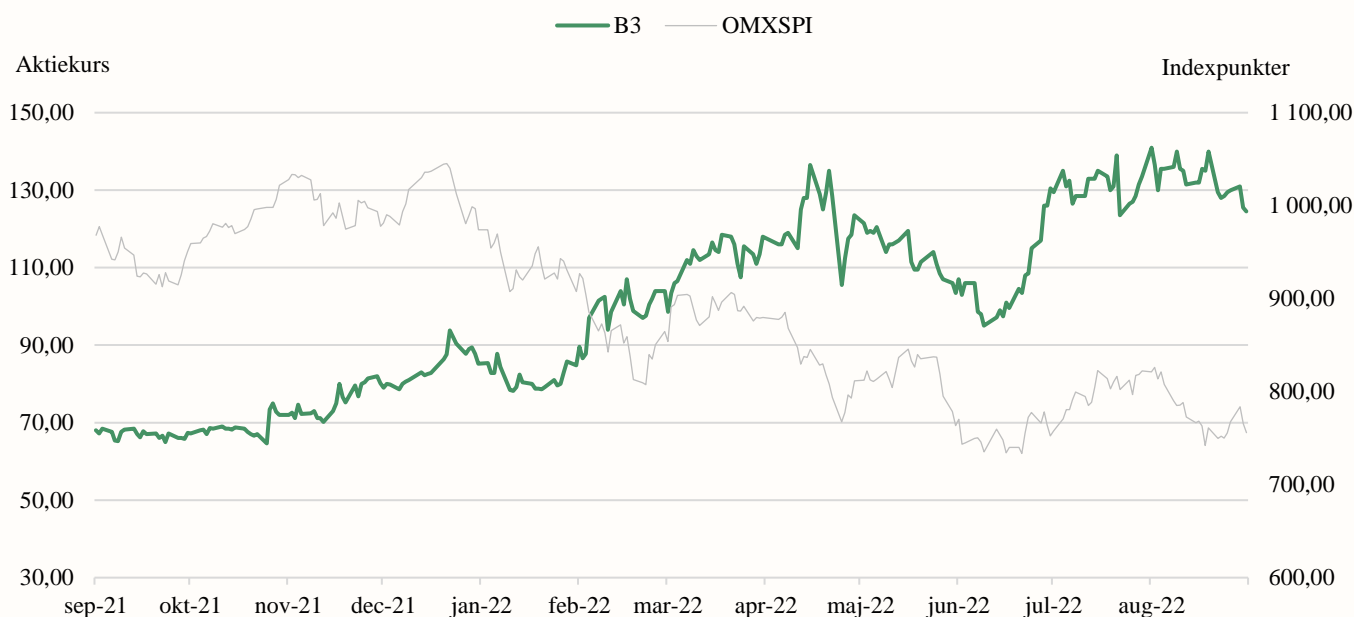
Leif Frykman, Styrelseledamot



Leif är det färskaste tillskottet i styrelsen och har suttit sedan i maj år 2022. Han är idag egen företagare och sitter som styrelseordförande i LegalWorks Nordic. Utbildningsmässigt har Leif en LL.M. (Master of Laws) från Uppsala universitet och han har även studerat Högre funktionärsutbildning vid Darden Business School, Virginia. Tidigare arbetslivserfarenhet finns främst inom juridiken där regionala såväl som globala chefsjuristpositioner på bl.a. VMware Inc., Fingerprint och Sun Microsystem har klarats av.

Leif innehar inga aktier i B3.

APPENDIX



Resultaträkning (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsättning	619,8	726,3	839,5	851,4	921,9
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,7	1,0	5,2	1,5
Totala intäkter	620,2	727,9	840,5	856,6	923,4
Uppdragsspecifika externa kostnader	-93,4	-103,4	-102,6	-110,8	-135,7
Övriga externa kostnader	-60,9	-75,3	-82,3	-50,7	-56,9
Personalkostnader	-422,5	-495,5	-599,6	-625,1	-639,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
EBITDA	43,5	54,0	56,0	69,9	90,9
EBITDA-Marginal	7,0%	7,4%	6,7%	8,2%	9,9%
Avskrivningar och nedskrivningar	-6,7	-7,0	-24,8	-27,5	-20,3
EBIT	36,8	47,1	31,3	42,4	70,6
EBIT-marginal	5,9%	6,5%	3,7%	4,9%	7,6%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
Resultat från andelar i intresseföretag	-1,8	-4,0	-1,2	-1,8	-2,9
Nedskrivning andelar intresseföretag	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1,7	-2,7	-4,3	-5,1	-3,2
EBT	33,3	40,4	25,8	35,6	64,5
Skatt	-7,2	-12,1	-8,2	-8,0	-14,7
Nettoresultat	26,1	28,3	17,6	27,7	49,8
Nettomarginal	4,2%	3,9%	2,1%	3,2%	5,4%

APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	839,5	851,4	921,9	1 115,5	1 182,4	1 300,7	1 404,7
Övriga rörelseintäkter	1,0	5,2	1,5	3,3	2,9	3,1	6,8
Totala intäkter	840,5	856,6	923,4	1 118,8	1 185,3	1 303,8	1 411,5
Uppdragsspecifika externa kostnader	-102,6	-110,8	-135,7	-142,5	-156,6	-169,1	-182,6
Övriga externa kostnader	-82,3	-50,7	-56,9	-58,3	-63,5	-68,3	-73,7
Personalkostnader	-599,6	-625,1	-639,9	-764,5	-813,6	-888,3	-959,4
Övriga rörelsekostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	56,0	69,9	90,9	153,5	151,5	178,1	195,7
EBITDA-Marginal	6,7%	8,2%	9,9%	13,8%	12,8%	13,7%	13,9%
Avskrivningar och nedskrivningar	-24,8	-27,5	-20,3	-22,3	-24,4	-31,2	-33,7
EBIT	31,3	42,4	70,6	131,2	127,2	146,9	162,0
EBIT-marginal	3,7%	5,0%	7,7%	11,8%	10,8%	11,3%	11,5%
Finansiella intäkter	0,0	0,2	0,1	1,8	0,1	0,1	0,1
Resultat från andelar i intresseföretag	-1,2	-1,8	-2,9	2,1	0,4	0,4	0,4
Finansiella kostnader	-4,3	-5,1	-3,2	-3,4	-4,0	-4,0	-4,0
EBT	25,8	35,6	64,5	131,6	123,7	143,4	158,5
Skatt	-8,2	-8,0	-14,7	-27,2	-25,5	-29,5	-32,6
Nettoresultat	17,6	27,7	49,8	104,4	98,2	113,8	125,8
Nettomarginal	2,1%	3,3%	5,4%	9,4%	8,3%	8,8%	9,0%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/S	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	15,9	12,2	7,2	7,3	6,2	5,7
EV/EBIT	26,2	15,7	8,5	8,7	7,6	6,8
P/E	39,8	22,1	10,6	11,2	9,7	8,8

Base scenario, kvartalsvis (MSEK)	Q1-22	Q2-22	Q3-22E	Q4-22E	Q1-23E	Q2-23E	Q3-23E	Q4-23E
Nettoomsättning	290,5	289,5	228,7	306,8	295,6	307,4	236,5	342,9
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Totala intäkter	292,4	289,7	229,3	307,4	296,3	308,1	237,2	343,7
Uppdragsspecifika externa kostnader	-34,1	-35,0	-32,0	-41,4	-38,4	-40,0	-31,9	-46,3
Övriga externa kostnader	-14,6	-14,2	-12,6	-16,9	-16,3	-15,4	-13,0	-18,9
Personalkostnader	-199,6	-200,4	-154,4	-210,2	-205,4	-213,7	-159,6	-234,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	44,1	40,1	30,3	39,0	36,1	39,1	32,7	43,6
EBITDA-marginal	15,2%	13,9%	13,3%	12,7%	12,2%	12,7%	13,8%	12,7%
Av- och nedskrivningar	-5,0	-5,6	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,1	-6,2
EBIT	39,1	34,5	24,6	33,0	30,1	33,1	26,5	37,4
EBIT-marginal	13,5%	11,9%	10,7%	10,8%	10,2%	10,8%	11,2%	10,9%

APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	839,5	851,4	921,9	1 180,0	1 321,6	1 480,2	1 628,2
Övriga rörelseintäkter	1,0	5,2	1,5	3,3	2,9	3,1	6,8
Totala intäkter	840,5	856,6	923,4	1 183,3	1 324,5	1 483,3	1 635,0
Uppdragsspecifika externa kostnader	-102,6	-110,8	-135,7	-148,3	-173,5	-192,4	-211,7
Övriga externa kostnader	-82,3	-50,7	-56,9	-60,6	-66,3	-81,4	-89,6
Personalkostnader	-599,6	-625,1	-639,9	-799,5	-875,7	-976,9	-1 074,6
Övriga rörelsekostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	56,0	69,9	90,9	174,9	209,0	232,6	259,1
EBITDA-marginal	6,7%	8,2%	9,9%	14,8%	15,8%	15,7%	15,9%
Avskrivningar och nedskrivningar	-24,8	-27,5	-20,3	-22,7	-27,9	-38,5	-45,6
EBIT	31,3	42,4	70,6	152,3	181,0	194,1	213,5
EBIT-marginal	3,7%	5,0%	7,7%	12,9%	13,7%	13,1%	13,1%
Finansiella intäkter	0,0	0,2	0,1	1,8	0,1	0,1	0,1
Resultat från andelar i intresseföretag	-1,2	-1,8	-2,9	1,7	-0,4	-0,4	-0,4
Finansiella kostnader	-4,3	-5,1	-3,2	-3,4	-4,0	-4,0	-4,0
EBT	25,8	35,6	64,5	152,3	176,7	189,8	209,2
Skatt	-8,2	-8,0	-14,7	-31,5	-36,4	-39,1	-43,1
Nettoresultat	17,6	27,7	49,8	120,8	140,3	150,7	166,1
Nettomarginal	2,1%	3,3%	5,4%	10,2%	10,6%	10,2%	10,2%

Bull scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/S	1,3	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	15,9	12,2	6,3	5,3	4,8	4,3
EV/EBIT	26,2	15,7	7,3	6,1	5,7	5,2
P/E	39,8	22,1	9,1	7,9	7,3	6,6

Bull scenario, kvartalsvis (MSEK)	Q1-22	Q2-22	Q3-22E	Q4-22E	Q1-23E	Q2-23E	Q3-23E	Q4-23E
Nettoomsättning	290,5	289,5	247,8	352,2	343,6	330,4	264,3	383,3
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Totala intäkter	292,4	289,7	248,4	352,8	344,3	331,1	265,1	384,0
Uppdragsspecifika externa kostnader	-34,1	-35,0	-33,5	-45,8	-44,7	-44,6	-34,4	-49,8
Övriga externa kostnader	-14,6	-14,2	-12,4	-19,4	-17,2	-14,9	-13,2	-21,1
Personalkostnader	-199,6	-200,4	-163,5	-236,0	-230,2	-218,1	-174,5	-253,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	44,1	40,1	39,0	51,7	52,2	53,6	43,0	60,2
EBITDA-marginal	15,2%	13,9%	15,7%	14,7%	15,2%	16,2%	16,3%	15,7%
Av- och nedskrivningar	-5,0	-5,6	-5,9	-6,2	-6,5	-6,8	-7,1	-7,5
EBIT	39,1	34,5	33,1	45,5	45,7	46,8	35,9	52,7
EBIT-marginal	13,5%	11,9%	13,4%	12,9%	13,3%	14,2%	13,6%	13,7%

APPENDIX

Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	839,5	851,4	921,9	1 014,1	1 034,4	1 117,1	1 195,3
Övriga rörelseintäkter	1,0	5,2	1,5	3,3	2,9	3,1	6,8
Totala intäkter	840,5	856,6	923,4	1 017,4	1 037,2	1 120,2	1 202,1
Uppdragsspecifika externa kostnader	-102,6	-110,8	-135,7	-128,9	-152,5	-167,6	-179,3
Övriga externa kostnader	-82,3	-50,7	-56,9	-62,5	-81,4	-89,4	-95,6
Personalkostnader	-599,6	-625,1	-639,9	-706,4	-726,4	-782,0	-836,7
Övriga rörelsekostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	56,0	69,9	90,9	119,6	76,9	81,3	90,4
EBITDA-marginal	6,7%	8,2%	9,9%	11,8%	7,4%	7,3%	7,6%
Avskrivningar och nedskrivningar	-24,8	-27,5	-20,3	-22,7	-27,9	-29,0	-33,5
EBIT	31,3	42,4	70,6	96,9	48,9	52,3	57,0
EBIT-marginal	3,7%	5,0%	7,7%	9,6%	4,7%	4,7%	4,8%
Finansiella intäkter	0,0	0,2	0,1	1,8	0,1	0,1	0,1
Resultat från andelar i intresseföretag	-1,2	-1,8	-2,9	1,7	-0,4	-0,4	-0,4
Finansiella kostnader	-4,3	-5,1	-3,2	-3,4	-4,0	-4,0	-4,0
EBT	25,8	35,6	64,5	97,0	44,6	48,0	52,7
Skatt	-8,2	-8,0	-14,7	-20,1	-9,2	-9,9	-10,8
Nettoresultat	17,6	27,7	49,8	76,9	35,4	38,1	41,8
Nettomarginal	2,1%	3,3%	5,4%	7,6%	3,4%	3,4%	3,5%

Bear scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/S	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	15,9	12,2	9,3	14,4	13,6	12,3
EV/EBIT	26,2	15,7	11,4	22,7	21,2	19,5
P/E	39,8	22,1	14,3	31,1	28,9	26,4

Bear scenario, kvartalsvis (MSEK)	Q1-22	Q2-22	Q3-22E	Q4-22E	Q1-23E	Q2-23E	Q3-23E	Q4-23E
Nettoomsättning	290,5	289,5	202,8	231,3	268,9	258,6	206,9	300,0
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Totala intäkter	292,4	289,7	203,4	231,9	269,6	259,3	207,6	300,7
Uppdragsspecifika externa kostnader	-34,1	-35,0	-27,4	-32,4	-39,0	-37,5	-31,0	-45,0
Övriga externa kostnader	-14,6	-14,2	-15,2	-18,5	-20,2	-20,7	-16,5	-24,0
Personalkostnader	-199,6	-200,4	-139,9	-166,5	-185,6	-181,0	-146,9	-213,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	44,1	40,1	20,9	14,5	24,9	20,1	13,1	18,8
EBITDA-marginal	15,2%	13,9%	10,3%	6,3%	9,2%	7,8%	6,4%	6,3%
Av- och nedskrivningar	-5,0	-5,6	-5,9	-6,2	-6,5	-6,8	-7,1	-7,5
EBIT	39,1	34,5	15,0	8,3	18,4	13,3	6,0	11,3
EBIT-marginal	13,5%	11,9%	7,4%	3,6%	6,8%	5,1%	2,9%	3,8%

APPENDIX

DCF - Base scenario (MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Residualperioden
EBIT	131,2	127,2	146,9	162,0	146,1	151,9	156,5	161,2	164,4	167,7	162,5
Skattesats	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT (1-skatt)	104,2	101,0	116,6	128,6	116,0	120,6	124,3	128,0	130,5	133,2	129,0
+ Avskrivningar	22,3	24,4	31,2	33,7	36,5	38,0	39,1	40,3	41,1	41,9	42,8
- Nettoinvesteringar	27,9	29,6	32,5	35,1	36,5	38,0	39,1	40,3	41,1	41,9	42,8
- Förändring RöK	-17,6	13,7	2,6	2,6	1,4	1,5	1,1	1,2	0,8	0,8	0,0
Free Cash Flow	81,0	109,5	117,9	129,8	117,4	122,1	125,4	129,1	131,3	134,0	129,0
WACC	8,8%										
Diskonteringsperiod	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
Diskonteringsfaktor	0,92	0,84	0,78	0,71	0,66	0,60	0,55	0,51	0,47	0,43	0,43
DCF - Värdet av diskonterade kassaflöden	74,4	92,5	91,5	92,6	77,0	73,6	69,4	65,7	61,4	57,6	815,0

Aktieägarvärdet och implicit aktiekurs

Nuvärdet av prognosvärdena 755 842 200

Residualvärde 815 030 932

Enterprise Value 1 570 873 132

Nettoskuld 6 500 000

Aktieägarvärdet 1 564 373 132

Antalet aktier 8 578 774

Implicit Aktiekurs 182

Dagens aktiekurs 124,5

Kurspotential 46%

Även om inte DCF-värderingen om 182 kr per aktie är exakt den samma som vår värdering om 174 kr per aktie i ett Base scenario, ger det ändå ett stöd åt värderingen.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

B3 Consulting Group AB (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm