

BCS – Ett helt nytt och stadigare bolag

BCS är idag närapå en helhetsleverantör inom området affärssystem. Under 2011 förvärvades bland annat verksamheter inom redovisningskonsultation och inkasso. Dessa förvärv har inkorporerats i BCS-koncernen relativt smärtfritt, och 2012 kommer att bli det första året då de får full effekt på resultat och omsättning. BCS-aktien har dalat de senaste månaderna vilket innebär att du som aktieägare bland annat ges en väldig rabatt på nämnda förvärv. Dessa genomfördes i form av apportemissioner till en kurs på 0,85 kronor, vilket är 200% över dagens kurs.

Axiers DCF-analys ger ett motiverat värde på 0,51 kronor per aktie för BCS-aktien, vilket är drygt 80% över dagens kurs. P/E-talen för 2012 och 2013 beräknas till 13,5 respektive 7,9. Dessa höjs emellertid upp av jämförelsevis höga nedskrivningar av goodwill härrörande från BCS förvärvsaktiviteter. BCS värderas exempelvis till enbart 0,5 gånger omsättningen. I förhållande till bolagets långsiktiga mål om en rörelsemarginal på 20% är det väldigt lågt. Ovan värderingsmått bygger dessutom på ett väldigt försiktigt antagande gällande relativvärderingen av BCS kommande förvärv.

Antal aktier	28 321 552
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Mikael Carlson
Största ägare (%)	Hans Orre (39,9%)
Webb	www.bcs.se
Market Cap	7,9 Mkr
Risk	Hög
Potential	Hög

Beskrivning av verksamheten

BCS var från början en leverantör av programvara och IT-lösningar inom affärsredovisning och företagsanalys. Idag kan BCS erbjuda ett affärssystem som täcker det mesta en mindre och mellanstor företagare behöver i sin vardag. Bolagets förvärvsaktiviteter under förra året innebär att koncernen nu består av tre dotterbolag. De tre dotterbolagen bär sedan i november dessutom det gemensamma namnet BCS, vilket kommer att skapa mer enhetlighet och förenkla samarbeten dotterbolagen emellan.

BCS System

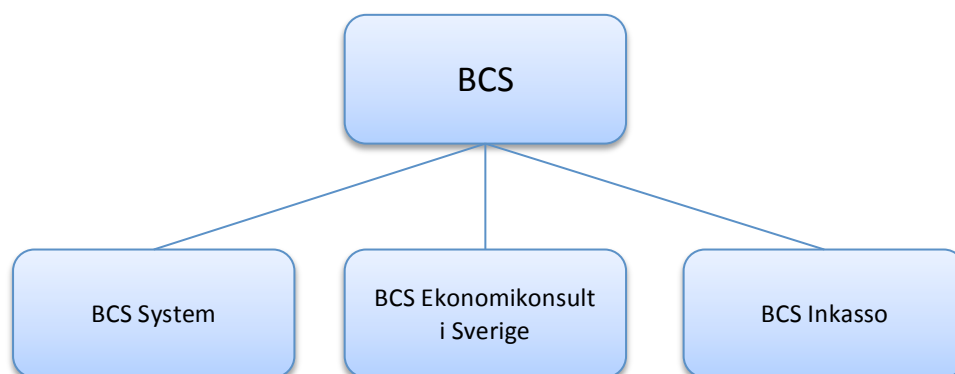
Levererar programvaran PromikAnalys samt molntjänsten PromikBook som lanseras nu i mars. Ansvarar även för koncernens verksamhet inom utbildning. Promik Analys är ett analys- och rapporteringsverktyg som möjliggör för användaren att följa ett företags ekonomiska utveckling samt göra prognoser. PromikBook är en molntjänst där en stor del av BCS tjänster kommer att samlas. Tjänsten kommer att samla ett företags all dokumenthantering till samma plats.

BCS Ekonomikonsult i Sverige

Bedriver konsultverksamhet inom områdena redovisning, företagsanalys samt företagsöverlåtelser. Verksamheten förvärvades under 2011, och hette tidigare Juristernas Företagskonsult. BCS Ekonomikonsult står idag för lite över hälften av omsättningen i BCS-koncernen.

BCS Inkasso

Tidigare EDCA Sweden, förvärvat under våren 2011. Bedriver inkassoverksamhet både i Sverige och utlandet. Dotterbolaget förväntades initialt nå en rullande årsomsättning på omkring 1,5 miljoner kronor, med en rörelsemarginal på en bit över 20%. Emellertid har verksamheten presterat aningen sämre än väntat, vilket tvingade BCS till att genomföra ett aktieägartillskott på 380 tsek i slutet av 2011. Under de senaste månaderna har dessutom de interna systemen bytts ut vilket bäddar för ett positivt resultat under 2012.



Axier Review

Fjärde kvartalet 2011

Det fjärde kvartalet bjöd på en lägre omsättning än kvartalet innan, en följd av årets naturliga svängningar. Det positiva med att BCS nu har tre verksamhetsområden är att de naturliga fluktuationerna i omsättning under året kommer att jämnas ut. Omsättningen för helåret 2011 kom in 13% över bolagets tidigare prognos på 9 750 tsek. Resultatet under det fjärde kvartalet var svagt positivt, men resultatet för helåret slutade på – 167 tsek.

(tsek)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Nettoomsättning	22 000	36 000	38 880	41 990	45 350
Rörelseresultat	1 240	3 320	3 888	4 199	5 442
Rörelsemarginal	5,6%	9,2%	10,0%	10,0%	12,0%
Årets resultat	902	2 458	2 794	3 023	3 939
Vinstmarginal	4,1%	6,8%	7,2%	7,2%	8,7%

Den höga tillväxten under 2012 och 2013 beror till stor del på förväntade förvärv. För 2014 och framåt har vi räknat med enbart organisk tillväxt. Prognoserna för 2012 och 2013 bygger på bolagets egna förväntningar. BCS långsiktiga mål för rörelsemarginalen är 20%, men vi har valt att vara mer försiktiga i våra antaganden till följd av bolagets tidigare höga variation i rörelsemarginal.

Sedan vår senaste analys har BCS lyckats teckna en serie viktiga avtal, vilket även avspeglar sig på bolagets omsättning. I september tecknades dels avtal gällande relia.com och vidare med Sveriges Redovisningskonsulters Förbund (SRF). Relia.com är en internetjänst som möjliggör för företag att göra ekonomiska kontroller av sina kunder. Det rör sig om förebyggande kontroll för att motverka penningtvätt och terroristfinansiering, vilket det idag inom utvalda branscher råder lagtvång på vid transaktioner över 150 000 kronor. Relia.com blir ett mindre komplement till BCS produkter, men även en barriär in på marknader där Promik och PromikBook ännu inte lanserats. Avtalet med SRF i sin tur rör utvecklandet av Promik SRF som kommer att erbjudas till förbundets 6 000 medlemmar. Promik SRF, som är en kombination av PromikBook och PromikAnalytix, kommer att köpas in av SRF för att erbjudas som gratistjänst till sina medlemmar. Utöver detta kommer BCS att utveckla en rad kringtjänster som kan köpas och kombineras med Promik SRF.

Värderingen av BCS hänger på prislappen för förvärv

EDCA Sweden (BCS Inkasso) förvärvades till en femtedel av bolagets omsättning och i nivå med rörelseresultatet. Det får ses som ett extremt fördelaktigt förvärv, särskilt med tanke på att förvärvet gjordes via en apportemission till kursen 0,85 kronor för BCS-aktien, långt överstigande dagen 0,28 kronor. En stor del av BCS förväntade omsättningsökning under 2012 och 2013 kommer att utgöras av förvärv. Att räkna med att denna omsättningsökning kan köpas lika billigt som i EDCA Sweden är emellertid alldeles för aggressivt. En bättre referens är förvärvet av Juristernas Företagskonsult. Verksamheten köptes till ett P/S tal på 0,6 och ca 3 gånger BCS målsättning för rörelseresultatet. Bolaget hade emellertid negativt rörelseresultat under 2010 och 2009, och hade visat fallande omsättning de senaste tre åren.

Mindre bolag handlas oftast relativt snålt med avseende till både rörelseresultat och omsättning, och vi väljer att räkna med att BCS i genomsnitt kommer att kunna förvärva verksamheter till ett P/S-tal på 0,6. Det är i nivå med förvärvet av Juristernas Företagskonsult, trots att BCS troligtvis

kommer genomföra en del mindre jämförelsevis billiga förvärv. BCS som helhet handlas idag till omkring 0,5 gånger omsättningen.

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016
P/E	13,5	7,9	6,9	6,4	4,9
P/S	0,55	0,54	0,50	0,46	0,43
EV/EBITDA	4,1	3,4	2,8	2,7	2,2
VPA	0,021	0,036	0,040	0,044	0,057

Multiplarna är beräknade utifrån en ökning av antalet aktier, från dagens ca 28 miljoner till omkring 43 miljoner 2012 och 69 miljoner 2013 och framåt.

Hur dyra BCS framtida förvärv kommer att vara beror även på till vilken kurs apportemissioner kan göras. Bolagets tidigare nämnda förvärv gjordes till en kurs på 0,85 kronor vilket är högt över dagens 0,28 kronor. 0,85 kronor var å andra sidan en bit över den rådande aktiekursen vid förvärvstillfällena, vilket talar för att förvärv kommer kunna göras till en kurs över 0,28 kronor i nuläget. Vi väljer konservativt att räkna med att alla kommande förvärv görs till en värdering på 0,28 kronor per aktie. Eventuella förvärv till värderingar över denna kurs kommer att få kraftig inverkan på aktieägarvärdet i BCS och våra värderingsmodeller.

DCF-värdering

Kassaflödesanalys ger i fallet BCS en bättre bild av företagets aktieägarvärde. Förvärvsstrategin bidrar till höga nedskrivningar av goodwill vilket påverkar resultatet negativt, och behovet av ökat rörelsekapital är begränsat trots kommande års tillväxt. Dessutom har BCS ett väldigt lågt behov av CapEx.

Nuvärdesberäkning (tsek)	
Nuvärde 2012-2016	12 323
Nuvärde 2017-	20 186
Nettoskuld	-2 898
Motiverat värde	35 407
Riktkurs (SEK/aktie)	0,51

WACC: 17%

Axiers DCF-analys ger ett motiverat värde på 0,51 kronor per aktie, vilket är drygt 80% över dagens kurs i BCS-aktien. Riktkursen bygger på att antalet aktier ökar till 69 miljoner från dagens 28 miljoner till följd av bolagets planerade förvärv under 2012 och 2013. Förvärvsvillkor mer fördelaktiga än de vi antagit kommer att leda till ett högre motiverat värde för aktien. Bolagets prognosmiss under 2011 har motiverat en hög riskpremie, vilket bidragit till en WACC på 17%. Visar BCS tecken på högre lönsamhet i kommande kvartalsrapport förtjänar bolaget en lägre diskonteringsränta.

Axiers bedömning

Vi gör bedömningen den senaste tidens tecknade avtal och lanseringen av BCS molntjänst PromikBook nu i mars kommer att bidra med rejäl organisk tillväxt för koncernen. Det är något vi inte valt att avspegla till särskilt hög grad i våra prognoser. BCS kan således överraska positivt

under kommande kvartal. Emellertid nådde BCS inte upp till sin prognos för rörelseresultatet 2011, och året slutade istället med ett negativt resultat. Trots att omsättningen slog prognosen med 13% vill vi hellre se bolaget fokusera på resultat än omsättningsökning. Allt för många bolag med en uttalad "tillväxt genom förvärv"-strategi har dragits med minusresultat under många år på grund av förvärvskostnader som överstigit förväntade synergieffekter. Sådana bolag handlas sällan upp av aktieägarna. BCS verkar ha insett detta och har bland annat vidtagit åtgärder i dotterbolaget BCS Inkasso som presterat under förväntan vad gäller resultat. Ett positivt, om än svagt, resultat för det fjärde kvartalet talar för att åtgärderna börjat ge effekt.

Under 2012 kommer BCS även att genomföra en större marknadsföringskampanj vilket kommer att driva på den organiska tillväxten i bolaget. Organisk tillväxt kommer att ha en direkt positiv inverkan på resultatet per aktie till skillnad från förvärvad tillväxt. Mycket talar för att BCS kommer att överraska positivt på ett flertal plan under 2012, och Axier väljer att rekommendera köp med riktkursen 0,51 kronor.

**Axier Equities har av styrelsen i Medfield Diagnostics anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Medfield Diagnostics. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Medfield Diagnostics kommer att rapporteras löpande.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan innehå värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.