



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 28 April 2021

C.A.G

Positiv organisk tillväxt i starkt kvartal

Starkt kvartal överlag

C.A.G. visade återigen styrka med såväl bättre omsättning och resultat än vad vi hade räknat med. Intäkterna växte 14% yoy, varav 2% var organisk tillväxt, och justerad EBIT-marginal blev 8,0% jämfört med 7,0% i Q1 2020. Efter att ha noterat negativ organisk tillväxt under hela förra året ser vi mycket positivt på att C.A.G nu visar att man kan växa av egen kraft utan att göra avkall på marginalerna.

Förvärven utvecklas väl

E-handelskonsulten Ateles ingår fr.o.m. 1 januari och bidrog med 17 mkr i intäkter, med en mycket stark vinstmarginal på 10% trots de restriktioner som råder i Norge, som är en viktig marknad för bolaget. Vi hade räknat med en långsammare ökning av marginalerna än vad man nu visat. Utvecklingen bådargott för integrationen av business intelligence-specialisten Cadeia som ingår i C.A.G fr.o.m. 1 april.

Högre motiverat värde

Vi adderar Cadeia och justerar i samband med detta våra prognoser, samtidigt som vi gjort en översyn av avkastningskravet i relation till den riskprofil vi ser i C.A.G. Sammantaget leder detta till att vi höjer motiverat värde till 96-98 kr (89-91). Låg risk kvarstår.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	96.00 - 98.00
EPS, just 21e	5.72	5.85	-2.1%	Sales,m	532	655	705	736	Current price	78.40
EPS, just 22e	6.31	6.42	-1.9%	Sales Growth	9.6%	23.2%	7.6%	4.4%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	6.74	6.7	0.7%	EBITDA, m	69	87	94	99	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser Årsstämma 2021-05-06 Delårsrapport Q2 2021 2021-08-12 Delårsrapport Q3 2021 2021-10-27 Bokslutskommuniké 2021 2022-02-24				EBIT, m	44.7	56.6	62.0	65.9		
				EPS, adj	4.72	5.72	6.31	6.74		
				EPS Growth	14.9%	21.4%	10.2%	6.9%		
				Equity/Share	29.2	33.9	37.1	40.7		
				Dividend	3.00	3.10	3.20	3.40		
Bolagsfakta (mkr) Antal aktier 7.0m Market cap 552 Nettoskuld (26) EV 527 Avg. No. of Daily Traded Sh. 6.9(k) Reuters/Bloomberg CAGGR.ST / CAG:SS				EBIT Marginal	8.4%	8.6%	8.8%	8.9%	Analytiker oscar.holm@penser.se	
				ROE (%)	16.5%	18.0%	17.7%	17.3%		
				ROCE	16.6%	18.1%	17.5%	17.4%		
				EV/Sales	0.99x	0.80x	0.75x	0.72x		
				EV/EBITDA	7.7x	6.0x	5.6x	5.3x		
				EV/EBIT	11.8x	9.3x	8.5x	8.0x		
				P/E, adj	16.6x	13.7x	12.4x	11.6x		
				P/Equity	2.7x	2.3x	2.1x	1.9x		
				Dividend yield	4.3%	4.0%	4.1%	4.3%		
				FCF yield	8.0%	7.3%	7.6%	8.0%		
				Net Debt/EBITDA	(0.8)g	(0.3)g	(0.5)g	(0.7)g		



Sammanfattning

Positiv organisk tillväxt i starkt kvartal

Investment Case

C.A.G är en IT-konsult med specialistkompetens inom ett antal intressanta vertikaler och med 50% av intäkterna från offentlig sektor, vilket ger en hög visibilitet i intjäningen och goda tillväxtmöjligheter då såväl myndigheter som kommuner har stora digitaliseringsbehov framöver. Bolaget har därtill en stor nettokassa att använda till förvärv, vilket kan driva vinsttillväxten ytterligare. Vi anser att C.A.G har en konkurrensfördel avseende förvärv, då man arbetar med en decentraliserad organisation som det är attraktivt för medarbetare i förvärvade bolag att stanna i.

Digitaliseringsbehov i offentlig sektor ger stabil tillväxt

IT-konsultsektorn är ett attraktivt sätt att få exponering mot den ökande digitaliseringen i samhället. C.A.G arbetar främst med offentlig sektor (~50% av omsättningen) och Bank & Finans inom privat sektor (~25% av omsättningen), vilket är två kundgrupper med stora behov av såväl digitalisering som automatisering. Den strukturella tillväxten bör vara hög under lång tid framöver p.g.a. allt större krav på besparingar, effektiviseringar och regelefterlevnad.

Specialisering betyder nöjdare medarbetare och bättre konkurrenskraft

C.A.G har en struktur med självständiga specialiserade dotterbolag, vilket i våra ögon främjar en kompetensdriven kultur där konsulten sätts i första rummet, något som i sin tur skapar förutsättningar för lägre personalomsättning än i större integrerade koncerner. Därtill betyder specialisering att dotterbolagen kan fokusera på att vara i framkant inom sina respektive nischer och därigenom skapa sig konkurrensfördelar.

Kapitallätt affärsmodell

Bolaget har likt andra IT-konsulter en kapitallätt affärsmodell vilket betyder hög kassagenerering och möjlighet till god direktavkastning eller värdeskapande förvärv.

Potential till högre marginal på sikt

C.A.G har idag ett mål om att hålla en justerad EBIT-marginal på 8%, vilket är lägre än för övriga noterade IT-konsulter som har mål på omkring 10%. Även om bolaget är mindre än de flesta av dessa och därmed har lägre skalfördelar, så finns det i våra ögon inget strukturellt som gör att även C.A.G på sikt inte skulle kunna nå 10%. Detta underbyggs av att bolaget redovisat >10% i justerad EBIT-marginal enskilda kvartal samt att förvärv kan fungera marginalstärkande.

Värdering

Vi värderar C.A.G genom en kombination av kassaflödesvärdering och relativvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 96-98 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i detalj

Resultatet blev väsentligt starkare än vad vi räknat med, vilket förklaras av att vi räknat med färre anställda i medeltal under perioden (337 vs faktiska 361, då Ateles med sina cirka 50 anställda konsoliderades fr.o.m. 1 januari). Ateles har också bidragit positivt till marginalerna och når en vinstmarginal på 10% i kvartalet, vilket vi tycker är imponerande givet att bolaget kom från betydligt sämre lönsamhet och dessutom upplevt hårda pandemirestriktioner i Norge som är en viktig marknad för dem.

Mycket glädjande så visar bolaget positiv organisk tillväxt (+2%) efter att samtliga kvartal under föregående år legat på negativa siffror. Vi tolkar det som att de utmaningar bolaget haft i hälsovårdssegmentet nu är bakom dem, och att detta haft en tydligt positiv påverkan på den organiska tillväxten. Rekrytering är dock fortfarande svårare än normalt pga pandemin.

Avvikelseanalys Q1 (mkr)

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	161,9	151,0	7%	Fler anställda än väntat pga Ateles
Personalkostnader	(97,2)	(95,7)	2%	
Kostnader för utförda tjänster	(34,2)	(28,6)	20%	Högre än väntat pga högre intäkter
Övriga externa kostnader	(10,7)	(12,0)	-11%	
Justerad EBIT	13,0	8,5	53%	
EPS	1,15	0,74	55%	
Tillväxt	14,0%	6,3%	765 bps	2% organisk tillväxt
Justerad EBIT-marginal	8,0%	5,6%	241 bps	
Antal anställda, kvartalets slut	356	363	-2%	Rekrytering fortfarande något utmanande

Källa: Bolaget, EPB

Förvärv av Cadeia

Under kvartalet annonserade C.A.G att man förvärvat Cadeia, en specialistkonsult inom business intelligence på framförallt Microsoft- och Jedox-plattformarna. Cadeia har 17 anställda, kontor i Stockholm och en kundbas bestående av medelstora och stora bolag. Bolaget omsatte 21 mkr senaste räkenskapsåret (2019/20) med 16% EBIT-marginal, innebärande att förvärvet fungerar marginalstärkande för C.A.G.

Basis kommunicerad prognos för Cadeia för 2020/21 så förväntas förvärvet addera ~6% till C.A.G:s EBIT i år. Köpeskillingen uppgår till maximalt 22 mkr, varav 4 mkr avser potentiella tilläggsköpeskillningar i två trancher. 18 mkr har erlagts vid tillträdet, varav 13,5 mkr i form av drygt 64 000 nyemitterade aktier, innebärande en utspädning om ~0,9%. Förvärvsmultiplern basis 2020/21p beräknar vi till 6,5x EBIT, vilket får anses attraktivt.

Vad som också är intressant med Cadeia-förvärvet i våra ögon är att det kommer ingå i C.A.G Arete och blir alltså inte ett fristående bolag inom koncernen (som t.ex. Ateles). Detta bedömer vi kan bana väg för fler förvärv av detta slag, genom att dotterbolagen på sikt kan göra egna tilläggsförvärv och C.A.G på så vis kan driva en högre förvärvstillväxt men också förvärva till mer attraktiva multiplar eftersom mindre bolag ofta har en lägre prislapp än stora.

Estimatförändringar

Med anledning av rapporten och framförallt förvärvet av Cadeia justerar vi upp våra estimat för C.A.G. Justerad EBIT (dvs före förvärvsrelaterade avskrivningar) ökar med i snitt 6% under prognosperioden, men EPS justeras faktiskt ner med 1% i snitt till följd av högre avskrivningar och högre finansiella kostnader än vad vi tidigare räknat med, i kombination med ökat antal aktier genom Cadeia-förvärvet.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	657	707	739	768
Tillväxt	23%	8%	4%	4%
EBIT (adj)	56,6	62,0	65,9	69,2
Rörelsemarginal (adj)	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%
EPS (adj)	5,72	6,31	6,74	7,12
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	632	678	701	726
Tillväxt	18%	7%	3%	4%
EBIT (adj)	54,0	59,0	61,4	64,6
Rörelsemarginal (adj)	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%
EPS (adj)	5,85	6,42	6,70	7,06
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
Förändring i %	2021e	2022e	2022e	2022e
Intäkter	4%	4%	5%	6%
EBIT (adj)	5%	5%	7%	7%
EPS (adj)	-2%	-2%	1%	1%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

Värdering

Vi har gjort en översyn av de avkastningskrav vi använder, vilket för C.A.G:s del betyder att vi sänker avkastningskravet för eget kapital i kassaflödesvärderingen från 11,5% till 10,7%. I kombination med genomförda estimatförändringar och fortsatt robusta multiplar för jämförbara bolag betyder detta att vi justerar upp motiverat värde per aktie till **96-98 kr** från 89-91 kr. Risker bedöms fortsatt som låg.

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	655	705	736	765
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	2	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-138	-148	-151	-154
Bruttovinst	312	359	421	415	427	519	559	588	614
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-432	-466	-489	-511
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	87	94	99	103
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-31	-32	-33	-34
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	57	62	66	69
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-10	-4	-4	-4
EBIT	28	32	33	37	37	47	58	62	66
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-3	-3	-3	-3
Resultat före skatt	28	33	35	36	36	45	56	60	63
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-9	-12	-12	-13
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	35	44	47	50
Nettoreultat (justerat)	22	25	32	28	33	40	44	47	50

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	158	158	158	158
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	19	21	23	24
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	41	41	42	44
Räntebärande anläggningstillgångar	1	3	2	2	2	2	2	2	2
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	3	3	3	3	3	3	3
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	54	106	109	130	160	224	226	228	231
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	116	123	128	133
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	30	32	33	34
Likvida medel	57	70	124	123	116	112	132	152	174
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	258	287	313	342
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	482	513	541	573
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	239	262	287	313
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	239	262	287	313
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	56	56	54	54
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	6	8	10	12	16	18	18	18	18
Övriga långfristiga skulder	0	28	1	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	75	75	73	73
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	31	31	31	31
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	34	36	37	39
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	103	109	113	118
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	168	176	181	188
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	482	513	541	573

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	35	44	47	50
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	29	35	36	37
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	8	-1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	72	79	83	87
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-9	-13	-13	-14
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	63	66	70	73
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-23	-24
Nyemission / återköp	0	11	77	5	0	17	0	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-19	-78	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-16	-7	38	0	0	0
Kassaflöde	15	13	54	19	13	19	45	47	49
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-70	-56	-25	-45	-67	-89

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	23%	8%	4%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	27%	10%	6%	5%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	21%	10%	7%	6%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	22%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	16%	18%	18%	17%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	18%	17%	17%	17%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	32	37	39	41
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	22%	24%	20%	18%	17%	18%	18%	17%	17%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,4x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (inkl tilläggsköpeskillningar)	-17	-17	-70	-70	-56	-25	-45	-67	-89
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	50%	51%	53%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-11%	-17%	-23%	-29%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,3x	-0,5x	-0,7x	-0,9x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,02	5,03	6,31	6,74	7,12
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,72	6,31	6,74	7,12
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	5,72	5,92	6,29	6,62
Utdelning per aktie	--	--	2,60	2,90	3,00	3,10	3,20	3,40	3,50
Eget kapital per aktie	--	--	27,9	29,3	31,0	33,9	37,1	40,7	44,4
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	16,1x	14,8x	13,7x	12,4x	11,6x	11,0x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,3x	2,1x	1,9x	1,8x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	13,7x	13,2x	12,5x	11,8x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	4,0%	4,1%	4,3%	4,5%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	54%	51%	50%	49%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	6,0x	5,4x	4,9x	4,5x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	9,3x	8,2x	7,4x	6,7x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	78,4	78,4	78,4	78,4
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	527	507	486	463

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	129,9	124,1	99,6	131,5	141,6	139,4	107,0	143,5	161,7
Övriga intäkter	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0	0,2
Försäljningskostnader	-112,2	-109,0	-89,0	-116,2	-125,9	-120,0	-95,8	-128,1	-143,5
Rörelseresultat (EBITDA)	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4	17,9
Avskrivningar	-4,9	-6,7	-6,3	-6,1	-6,8	-6,8	-6,3	-5,5	-7,7
Resultat (EBIT)	13,7	8,7	4,6	10,4	8,8	13,0	5,3	9,9	10,2
Extraordinära Poster	0,0	0,3	0,4	0,7	2,3	1,8	1,8	1,8	2,8
Justerat Resultat (EBIT)	13,7	9,0	5,0	11,1	11,1	14,8	7,1	11,7	13,0
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Finansiella kostnader	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7
Resultat före skatt	13,3	8,2	4,4	10,0	8,5	12,7	5,0	9,5	9,8
Skatter	-2,7	-2,0	-1,1	-2,9	-1,4	-4,1	-0,6	-1,7	-2,1
Nettoresultat Rapporterat	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8	7,7
Nettoresultat (just)	10,6	6,5	3,5	7,6	8,2	6,7	5,6	8,9	9,1

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%
EBITDA-marginal	14,2%	12,3%	10,9%	12,4%	11,0%	14,2%	10,8%	10,7%	11,1%
EBIT-marginal (justerad)	10,5%	7,2%	5,0%	8,4%	7,8%	10,6%	6,6%	8,1%	8,0%
Skattesats	20,5%	23,7%	26,0%	28,9%	16,1%	32,1%	12,5%	18,0%	21,6%

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

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

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

Motiverat värde och risk

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

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

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

Allmänt

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

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

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

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

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

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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se