



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 13 August 2021

C.A.G

Fortsatt god utveckling

Ytterligare ett starkt kvartal

Intäkterna under andra kvartalet uppgick till 172 mkr (140 mkr), vilket motsvarar en tillväxt om ca. 23% y/y. Den organiska tillväxten uppgick till ca. 7%. Justerad EBITA uppgick till 17 mkr (15 mkr) och motsvarar en marginal om 9,7% (10,6%). Den något lägre marginalen förklaras av det statliga stödet bolaget erhöll under föregående års period. Exklusive stödet uppgick föregående års marginal till 7,5%.

Flertal positiva indikatorer

Medelantalet anställda under kvartalet uppgick till 372, att jämföra med 361 i Q1'21. Antalet anställda vid periodens slut uppgick till 372 vs. 356 och antalet aktiva kunder uppgick till 285 vs. 240 vid utgången av Q1'21. Omsättning per medel anställd uppgick till 461 mkr vs. 448 mkr i Q1'21. Från 1 Juli konsolideras även LC24 ITASSISTANS. Förvärvet bedömer vi kommer bidra positivt till fortsatt utveckling.

Något högre motiverat värde

Vi adderar LC24 ITASSISTANS och justerar i samband med detta våra prognoser något. Med ytterligare ett kvartal av organisk tillväxt i kombination med ett flertal positivt ledande indikatorer som speglar fortsatt goda marknadsförutsättningar höjer vi vårt motiverande värde till 100-102 kr från tidigare 96-98. Fortsatt låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde
EPS, just 21e	5.91	5.72	3.3%	Sales,m	532	662	717	748	100.00 - 102.00
EPS, just 22e	6.57	6.31	4.2%	Sales Growth	9.6%	24.5%	8.4%	4.3%	Current price
EPS, just 23e	7.05	6.74	4.7%	EBITDA, m	69	87	95	101	85.00
				EBIT, m	44.7	56.1	64.1	68.4	Riskenivå
				EPS, adj	4.72	5.91	6.57	7.05	Low
				EPS Growth	14.9%	25.4%	11.2%	7.3%	
				Equity/Share	29.2	33.9	37.4	41.3	
				Dividend	3.00	3.10	3.20	3.40	
				EBIT Marginal	8.4%	8.5%	8.9%	9.1%	
				ROE (%)	16.5%	18.6%	18.4%	17.9%	
				ROCE	16.6%	18.1%	18.2%	18.2%	
				EV/Sales	1.10x	0.88x	0.81x	0.78x	
				EV/EBITDA	8.5x	6.7x	6.1x	5.7x	
				EV/EBIT	13.0x	10.4x	9.1x	8.5x	
				P/E, adj	18.0x	14.4x	12.9x	12.1x	
				P/Equity	2.9x	2.5x	2.3x	2.1x	
				Dividend yield	4.3%	3.6%	3.8%	4.0%	
				FCF yield	8.0%	6.6%	7.1%	7.7%	
				Net Debt/EBITDA	(0.8)g	(0.2)g	(0.4)g	(0.6)g	

Kommande händelser

Delårsrapport Q3 2021	2021-10-27
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-24

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	7.0m
Market cap	599
Nettoskuld	(16)
EV	583
Avg. No. of Daily Traded Sh.	7.6(k)
Reuters/Bloomberg	CAGGR.ST / CAG:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

igor.tubic@penser.se



Sammanfattning

Fortsatt god utveckling

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 EBITA-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 EBITA-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 100-102 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i detalj

C.A.G levererar ännu ett kvartal med organisk tillväxt (+7%) vilket vi ser som ytterligare ett styrkebesked. Även om andra kvartalet föregående år var påverkat av pandemin ser vi ett flertal indikatorer (nämnt ovan) som pekar på att bolagets val av strategi och affärsmodell är hållbar med goda möjligheter till fortsatt tillväxt.

Den justerade EBITA-marginalen har fortsatt utvecklas väl och uppgick under Q2 till 9,7%, att jämföra med målet om 8% över en konjunkturcykel. C.A.G, liksom hela branschen, tampas fortsatt med svårigheter kring nyrekryteringar och har den senaste tiden tagit ett flertal initiativ för att lyfta sin ambition inom området. Exempel på initiativ är rekryteringen av en rekryterare samt kommande konferens med fokus på rekrytering för alla ledare inom bolaget. Vi ser det som positivt att bolaget jobbar aktivt med att kontinuerligt förbättras och anpassa sig till marknadssituationen för att därmed skapa goda förutsättningar att uppnå sina mål.

Ytterligare en styrka i affärsmodellen bedömer vi är att bolaget under Q2 aktivt fortsatt använda sig av underkonsulter för att möta tillfälliga ökningar i efterfrågan. Vi bedömer att detta skapar en flexibilitet i affärsmodellen som gör att bolaget snabbt kan anpassa sig och möta kunders efterfrågan även på kort sikt.

Förvärv av LC24 ITASSISTANS

Under det andra kvartalet annonserade C.A.G att man förvärvar LC24 ITASSISTANS, specialister på IT-drift och support till främst fond- och kapitalförvaltande kunder inom finanssektorn samt advokatbyråer. 2020 omsatte bolaget 20,5 mkr med ett rörelseresultat om 1,0 mkr.

Enligt bolaget förväntas förvärvet tillföra ca. 24 mkr i omsättning på rullande 12-månadersbasis med ett rörelseresultat om 2,2 mkr (9,2% marginal), vilket betyder att förvärvet fungerar som marginalstärkande för C.A.G. Köpeskillingen uppgick till 11 mkr och finansierades med egna medel (motsvarar en multipel på 5,0x prognostiserat på 2021 års resultat).

Vi ser positivt på förvärvet även om det är relativt litet sett till koncernens storlek. Bolagets fokus på IT-drift och support stärker de återkommande intäkterna för C.A.G vilket vi bedömer medför att kassagenereringen kommer bli än stabilare framöver.

Estimatförändringar

Med anledning av rapporten och förvärvet av LC24 ITASSISTANS justerar vi upp våra estimat för C.A.G. Justerad EBIT (dvs före förvärvsrelaterade avskrivningar) ökar med i snitt 2% under prognosperioden, och EPS justeras upp med 4% i snitt.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	663	720	751	781
Tillväxt	25%	8%	4%	4%
EBIT (adj)	56,1	64,1	68,4	71,4
Rörelsemarginal (adj)	8,5%	8,9%	9,1%	9,1%
EPS (adj)	5,91	6,57	7,05	7,39
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
<i>Tidigare estimat</i>	<i>2021e</i>	<i>2022e</i>	<i>2023e</i>	<i>2024e</i>
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
Förändring i %	2021e	2022e	2022e	2022e
Intäkter	1%	2%	2%	2%
EBIT (adj)	-1%	3%	4%	3%
EPS (adj)	3%	4%	5%	4%
DPS	0%	0%	0%	0%

Källa: EPB

Slutsats

Fortsatt god efterfrågan i marknaden som även i det andra kvartalet speglas i bolagets organiska tillväxt. Vi bedömer att digitalisering och säkerhet även fortsatt kommer att vara starka drivkrafter. Ser man t.ex. till Svenska regeringens försvarsbudget för 2021 samt prognostiserad budget fram till 2024, förväntas budgeten växa med en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om 9,2%. Detta innefattar dock all typ av försvarsverksamhet och inte enbart cybersäkerhet. Under 2018 värderades marknaden för cybersäkerhet till 116 miljarder USD och förväntas nå 261 miljarder USD år 2024, vilket motsvarar en årlig tillväxt på 14%. World Economic Forum släppte under 2019 en rapport som prognosticerar att ca. 2,5 biljoner USD i globalt värde mellan 2019-2023 är i fara för cyberattacker, vilket skapar en enorm utmaning för både företag och investerare. Detta ger en känsla för hur stor marknad för säkerhet är.

Bolagsspecifikt bedömer vi att C.A.G har en fortsatt väl diversifierad kundbas med begränsad nedsida givet den höga andelen kunder inom offentlig sektor (ca. 49%). Samtidigt som den privata sektorn som skapar gott utrymme att kunna växa än mer.

Bolaget fortsätter generera starka kassaflöden som ytterligare stärker en redan god finansiell ställning med en kassa på över 100 mkr. I och med det bedömer vi att fler förvärv inte kan uteslutas på kort sikt.

Ägarbasen är fortsatt stabil där styrelseordförandens innehav uppgår till 20,5%. Creades, som har utökat sitt innehav är nu näst största ägare med 11%.

Målet om att uppnå en omsättning om 700 mkr mot slutet på 2021 med en justerad EBITA-marginal om 8% ser vi som fortsatt goda. Även om det inte skulle ske organiskt ser vi möjligheten till ytterligare förvärv givet bolagets stor kassa.

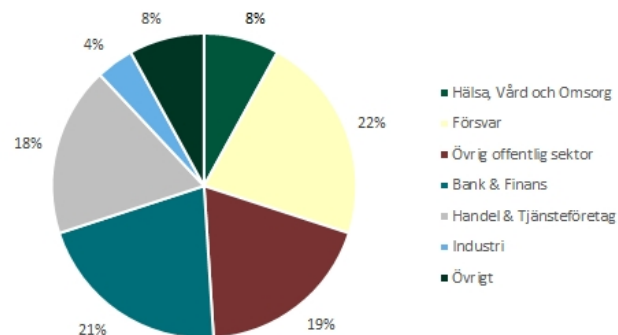
Värdering

I kombination med genomförda estimatförändringar och fortsatt robusta multiplar för jämförbara bolag betyder detta att vi justerar upp motiverat värde per aktie till 100-102 kr från 96-98 kr. Risken bedöms fortsatt som låg.

Bolagsfakta - 30 Juni 2021

Största aktieägare	Aktier
Bo Lindström (Styrelseordförande)	20,5%
Creades	11,0%
Nordea Fonder	10,5%
Cliens Småbolagsfond	3,7%
Övriga	54,3%
Ordförande	Bo Lindström
Verkställande direktör	Åsa Landén Ericsson
Finansdirektör	Håkan Kihlert
Investerarkontakt	Åsa Landén Ericsson
Hemsida	https://www.cag.se/

Intäktsfördelning - Jan-Juni



Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	662	717	748	778
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	1	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-135	-147	-152	-156
Bruttovinst	312	359	421	415	427	529	573	599	625
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-442	-478	-498	-518
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	87	95	101	106
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-30	-31	-33	-35
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	56	64	68	71
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-8	-4	-4	-4
EBIT	28	32	33	37	37	48	61	65	68
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-3	-2	-2	-2
Resultat före skatt	28	33	35	36	36	46	58	63	66
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-9	-12	-13	-14
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	37	46	50	52
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	33	41	46	50	52

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	167	167	167	167
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	22	23	24	26
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	39	41	43	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	233	236	239	242
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	120	128	132	138
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	31	33	34	36
Likvida medel	57	70	124	123	116	98	118	140	165
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	248	279	307	338
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	481	515	546	580
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	239	264	291	319
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	239	264	291	319
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	48	48	46	46
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	6	8	10	12	16	20	20	20	20
Övriga långfristiga skulder	0	28	1	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	69	69	67	67
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	33	33	33	33
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	35	37	39	40
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	106	113	117	121
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	174	183	189	195
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	481	515	546	580

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	37	46	50	52
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	24	35	36	38
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	9	-1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	69	80	86	90
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-6	-13	-13	-14
Avyttringar	—	—	—	—	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	63	67	72	76
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-23	-24
Nyemission / återköp	0	11	77	5	0	13	0	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-19	-84	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-16	-7	33	0	0	0
Kassaflöde	15	13	54	19	13	4	46	50	52
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-70	-56	-17	-37	-61	-85

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	25%	8%	4%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	26%	14%	7%	4%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	25%	11%	7%	5%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	13,0%	13,3%	13,5%	13,6%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,5%	8,9%	9,1%	9,1%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	22%	20%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	16%	19%	18%	18%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	18%	18%	18%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	15%	14%	14%	14%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	29	38	40	41
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	5%	4%	4%	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%	18%	18%
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	-17	-37	-61	-85
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	50%	51%	53%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-7%	-14%	-21%	-27%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,2x	-0,4x	-0,6x	-0,8x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,02	5,24	6,57	7,05	7,39
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,91	6,57	7,05	7,39
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	5,61	6,01	6,55	6,89
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	37,4	41,3	45,2
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	14,4x	12,9x	12,1x	11,5x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	15,1x	14,1x	13,0x	12,3x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	3,6%	3,8%	4,0%	4,1%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	52%	49%	48%	47%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerat	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	6,7x	5,9x	5,3x	4,8x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	10,4x	8,8x	7,9x	7,2x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	85,0	85,0	85,0	85,0
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	582	562	538	513

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21
Nettoomsättning	129,9	124,1	99,6	131,5	141,6	139,4	107,0	143,5	161,7	171,2
Övriga intäkter	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0	0,2	0,3
Försäljningskostnader	-112,2	-109,0	-89,0	-116,2	-125,9	-120,0	-95,8	-128,1	-143,5	-148,2
Rörelseresultat (EBITDA)	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4	17,9	23,1
Avskrivningar	-4,9	-6,7	-6,3	-6,1	-6,8	-6,8	-6,3	-5,5	-7,7	-7,9
Resultat (EBIT)	13,7	8,7	4,6	10,4	8,8	13,0	5,3	9,9	10,2	15,2
Extraordinära Poster	0,0	0,3	0,4	0,7	2,3	1,8	1,8	1,8	2,8	3,0
Justerat Resultat (EBIT)	13,7	9,0	5,0	11,1	11,1	14,8	7,1	11,7	13,0	18,3
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7
Resultat före skatt	13,3	8,2	4,4	10,0	8,5	12,7	5,0	9,5	9,8	14,6
Skatter	-2,7	-2,0	-1,1	-2,9	-1,4	-4,1	-0,6	-1,7	-2,1	-2,7
Nettoresultat Rapporterat	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8	7,7	11,9
Nettoresultat (just)	10,6	6,5	3,5	7,6	8,2	6,7	5,6	8,9	9,1	13,4

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q1 21
Omsättningsstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%	23%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%	69%
EBITDA-marginal	14,2%	12,3%	10,9%	12,4%	11,0%	14,2%	10,8%	10,7%	11,1%	13,5%
EBIT-marginal (justerad)	10,5%	7,2%	5,0%	8,4%	7,8%	10,6%	6,6%	8,1%	8,0%	10,7%
Skattesats	20,5%	23,7%	26,0%	28,9%	16,1%	32,1%	12,5%	18,0%	21,6%	18,7%

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 målfaldigas 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