



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 28 October 2021

## C.A.G

### Stabilt Q3 med nya finansiella mål

#### God tillväxt men lägre marginal

Intäkterna under tredje kvartalet uppgick till 134 mkr (107 mkr), vilket motsvarar en tillväxt om ca. 25% y/y. Den organiska tillväxten uppgick till ca. 9%. Justerad EBITA uppgick till 6 mkr (7 mkr) och motsvarar en marginal om 4,3% (6,6%). Den lägre marginalen förklaras av att ett antal projekt inom Ateles är senarelagda på grund av pandeminestängningar. Andelen återkommande intäkter stod för 20% (15%).

#### Nya finansiella mål

I samband med kvartalsrapporten meddelar bolaget att man sätter upp nya finansiella mål, där målsättningen är att uppnå en omsättning, vid utgången av 2025, om 1 000 mkr med en justerad EBITA-marginal om 10%. Vidare meddelade bolaget att utdelningspolicyn på minst 50% av årets resultat efter skatt kvarstår.

#### Bibehåller motiverat värde

Att bolaget i detta skede kommer med nya finansiella mål kommer inte som en överraskning, då de tidigare målen sträcker sig till utgången av 2021. För att uppnå sina mål bedömer vi att majoriteten av tillväxten framöver kommer ske via förvärv. När dessa förväntas ske och till vilken storlek är enligt vår uppfattning svårt att bedöma. Vi bibehåller därför vårt motiverade värde på 100-102 kr med fortsatt låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	100.00 - 102.00
EPS, just 21e	5.58	5.91	-5.5%	Sales,m	532	649	693	725	Current price	91.40
EPS, just 22e	6.04	6.57	-8.0%	Sales Growth	9.6%	22.1%	6.8%	4.6%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	6.49	7.05	-7.9%	EBITDA, m	69	82	88	95	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Kommande händelser</div> <div>Bokslutskommuniké 2021 2022-02-24</div>				EBIT, m	44.7	52.8	59.1	63.1		
				EPS, adj	4.72	5.58	6.04	6.49		
				EPS Growth	14.9%	18.4%	8.2%	7.5%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				Equity/Share	29.2	33.8	36.6	39.9	<div>Analytiker</div> <div>igor.tubic@penser.se</div>	
				Dividend	3.00	3.10	3.20	3.40		
				EBIT Marginal	8.4%	8.1%	8.5%	8.7%		
				ROE (%)	16.5%	17.6%	17.2%	17.0%		
				ROCE	16.6%	17.4%	17.5%	17.6%		
				EV/Sales	1.21x	0.99x	0.93x	0.88x		
				EV/EBITDA	9.3x	7.8x	7.3x	6.8x		
				EV/EBIT	14.4x	12.2x	10.8x	10.2x		
				P/E, adj	19.4x	16.4x	15.1x	14.1x		
				P/Equity	3.1x	2.7x	2.5x	2.3x		
				Dividend yield	4.3%	3.4%	3.5%	3.7%		
				FCF yield	8.0%	5.9%	5.6%	6.5%		
				Net Debt/EBITDA	(0.8)g	(0.3)g	(0.4)g	(0.6)g		



# Sammanfattning

## Stabilt Q3 med nya finansiella mål

### 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 en justerad EBITA-marginal på ca. 8,5%, 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%, vilket de även nu har som mål att uppnå mot utgången av 2025. Detta underbyggs även av att bolaget redovisat >10% i justerad EBITA-marginal enskilda kvartal samt att ytterligare 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 fortsätter visa en god tillväxt både via förvärv (16%) men även organiskt (+9%). Andelen återkommande intäkter ökade från 15% till 20%, vilket dels kan förklaras av LC24-förvärvet men även underliggande tillväxt inom IT-drift. Att bolaget stärker sin andel återkommande intäkter ser vi väldigt positivt på givet att det skapar mer stabilitet och än tryggare kassaflöden.

Justerad EBITA-marginal var dock svagare jämfört med samma period föregående år. Vilket dels kan förklaras av senarelagda projekt inom Ateles (e-handel), men även att bolaget under perioden haft olika typer av aktiviteter för att stärka sammanhållningen och skapa ytterligare möjligheter till nyrekrytering. Andelen intäkter från underkonsulter under perioden var högre jämfört med samma period föregående år vilket enligt vår bedömning även den påverkat marginalen något.

## Nya finansiella mål

I samband med rapporten meddelade bolaget att man satt upp nya finansiella mål mot utgången av 2025. Vilka inkluderar följande:

- Omsättning om 1 000 mkr
- Justerad EBITA-marginal om 10%
- Utdelningspolicy om 50% av resultat efter skatt

Vår bedömning är att tillväxten framöver framförallt kommer ske via förvärv. Vi har dock valt att inte inkludera några förvärv i våra estimat, utan gjort smärre justeringar utifrån vår bedömning av det senaste kvartalet.

Nedan har vi sammanställt en tabell med hur en eventuell fördelningen av organisk vs. förvärvad tillväxt i teorin skulle kunna se ut, för att bolaget skall lyckas uppnå sitt mål om 1 000 mkr i omsättning mot utgången av 2025. Notera att detta bara är ett teoretiskt exempel och inga estimat. Det vi vill visa är hur det eventuellt skulle kunna se ut för att man ska få en känsla av om detta är rimligt eller inte.

SEKm	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning CAG Group	649	723	806	898	1000
		11%	11%	11%	11%
.....					
Organisk omsättningstillväxt	649	696	723	752	782
		7%	4%	4%	4%
Förvärvad omsättningstillväxt	-	28	82	145	218

Notera att i 2022e siffror har vi lagt till redan förvärvad tillväxt från Cadeia och LC24, givet att dessa förvärvades senare under 2021 och därmed automatiskt följer med in i 2022 års omsättning.

Givet att bolaget har som mål om att nå en justerad EBITA-marginal om 10% har vi därför antagit att de förvärvade bolagen kommer ha en marginal om 10%. Vidare har vi, baserat på tidigare förvärv, antagit att dessa förvärvas till en multipel på i genomsnitt 6,5x EBITA.

SEKm	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITA	3	8	15	22
EV/EBITA	6,5x	6,5x	6,5x	6,5x
EV	18	54	94	141
Förvärvad omsättning	28	82	145	218
Snittomsättning	28	43	49	55
Antal förvärv	1	2	3	4
Genomsnittligt antal förvärv per år				2,5

Givet detta teoretiska antagande resulterar det i att bolaget i genomsnitt behöver göra ca. 2,5 förvärv per år, om vi utgår ifrån att storleken på förvärven är ungefär densamma som 2021 års förvärv (Ateles, Cadeia och LC24). Totalt kommer detta innebära att ca. 300 mkr kommer behövas för att finansiera dessa förvärv. Tittar vi därefter på de estimerade fria kassaflöden (minus utdelning) som vi har i våra estimat för perioden 2022-2025, kommer bolaget leverera ca 100 mkr som kan användas till förvärv. Dock kan man argumentera för att kassaflödena kommer vara ännu starkare givet att bolaget gör förvärv under tiden och stärker därmed sin marginal. Vi ser dock goda möjligheter till att bolaget skall kunna finansiera förvärv både via lån, egna medel men även i form av att emittera nya aktier.

## Slutsats

Vår bedömning är att C.A.G fortsätter utvecklas väl och har en intressant framtid till mötes. Med en fortsatt stark efterfrågan drivet av digitalisering bland företag men även myndigheter, är vår bedömning att vi just nu inte ser någon anledning till att bolaget inte ska lyckas med att uppnå sina nyuppsatta mål. Detta underbyggs även av att man lyckats leverera på sitt tidigare uppsatta mål, om än något under på omsättning men över på marginalen.

## Värdering

Vi värderar C.A.G genom en relativvärdering med stöd av kassaflödesvärdering. 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.

Nedan illustreras vår relativvärdering samt antaganden kring kassaflödesanalysen. Vi har i vår relativvärdering utgått ifrån en rabatt på C.A.G jämfört med peers givet bolagets storlek och historiskt sett lägre marginal.

### Relativvärdering

		LTM													
mkr		Senast betalt	Börsvärde	EV	Nettoskuld	Omsättning	EBITDA	EBIT	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	EPS	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
B3	B3-SE	68	587	661	74	846	62	37	7%	4%	2,90	0,8x	10,6x	18,0x	23,6x
Knowit	KNOW-SE	355	7 685	9 901	2 217	4 160	492	347	12%	8%	11,56	2,4x	20,1x	28,6x	30,7x
Precio	PRCO.B-SE	70	640	614	(27)	249	40	27	16%	11%	2,22	2,5x	15,2x	22,8x	31,5x
Softtronic	SOF.B-SE	26	1 371	1 292	(79)	770	110	87	14%	11%	1,28	1,7x	11,8x	14,9x	20,3x
Medel			2 571						12%	9%		1,8x	14,4x	21,1x	26,5x
Median			1 006						13%	10%		1,7x	13,5x	20,4x	27,1x
C.A.G	CAG-SE	91	641	607	(34)	583	72	45	12%	8%	4,44	1,0x	8,4x	13,6x	20,5x
												Lönsamhet	72	45	
												EV	972	909	
												Nettoskuld	(2)	(2)	
												MCAP	970	906	
												No shares	7,0	7,0	
												EK/share	138	129	
												Premie/rabatt	-25%	-25%	
												Värde per aktie	103	96	
												Genomsnitt. värde/aktie	100		

### Kassaflödesvärdering

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	389		
PV of terminal value (perpetuity formula)	324		
Enterprise value	713		
Latest net debt	-2		
Minority interests & other	0		
Equity value	716		
No. of shares outstanding (millions)	7		
Equity value per share (SEK)	102		
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	9,4	8,2	7,6
EV/EBIT	15,8	13,1	12,0
EV/NOPLAT	19,9	16,5	15,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			91,40

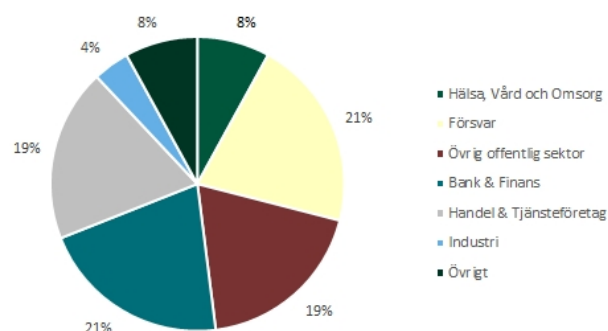
WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,2
Cost of equity	11,6%
Cost of debt (pre-tax)	3,6%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	9%
WACC	10,8%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	4,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	4,9%
Capex (% of sales)	5,3%
Working cap. (% of sales)	1,7%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	9,8%	107	112	119	126	135
	10,3%	99	104	109	116	123
	10,8%	93	97	102	107	113
	11,3%	88	91	95	99	104
	11,8%	83	86	89	93	97
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	9,8%	72	95	119	142	165
	10,3%	68	89	109	130	151
	10,8%	65	83	102	120	139
	11,3%	62	78	95	112	128
	11,8%	59	74	89	104	119

## Bolagsfakta - 30 Sept 2021

Största aktieägare	Aktier
Bo Lindström (Styrelseordförande)	20,5%
Nordea Fonder	11,1%
Creades	11,0%
Cliens Småbolagsfond	3,7%
Övriga	53,7%
Ordförande	Bo Lindström
Verkställande direktör	Åsa Landén Ericsson
Finansdirektör	Håkan Kihlert
Investerarkontakt	Åsa Landén Ericsson
Hemsida	<a href="https://www.cag.se/">https://www.cag.se/</a>

## Intäktsfördelning - Jan-Sept



## Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>341</b>	<b>391</b>	<b>487</b>	<b>485</b>	<b>532</b>	<b>649</b>	<b>693</b>	<b>725</b>	<b>757</b>
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	5	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-139	-143	-145	-151
<b>Bruttovinst</b>	<b>312</b>	<b>359</b>	<b>421</b>	<b>415</b>	<b>427</b>	<b>515</b>	<b>553</b>	<b>582</b>	<b>609</b>
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-432	-465	-488	-508
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>95</b>	<b>101</b>
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-29	-29	-31	-33
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT (justerat)</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>68</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-8	-5	-4	-4
<b>EBIT</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>64</b>
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>62</b>
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-9	-11	-12	-13
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>50</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>50</b>

## Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	32	75	74	85	106	163	163	163	163
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	23	24	25	26
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	35	38	41	43
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>54</b>	<b>106</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>160</b>	<b>227</b>	<b>231</b>	<b>235</b>	<b>238</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	115	127	131	137
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	30	33	34	35
Likvida medel	57	70	124	123	116	94	108	125	147
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>147</b>	<b>175</b>	<b>235</b>	<b>228</b>	<b>227</b>	<b>238</b>	<b>268</b>	<b>290</b>	<b>319</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>201</b>	<b>281</b>	<b>343</b>	<b>358</b>	<b>387</b>	<b>465</b>	<b>499</b>	<b>525</b>	<b>557</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	65	90	181	192	206	238	258	281	307
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>181</b>	<b>192</b>	<b>206</b>	<b>238</b>	<b>258</b>	<b>281</b>	<b>307</b>
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	42	42	40	40
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
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>67</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	30	30	30	30
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	33	37	38	40
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	102	112	116	121
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>129</b>	<b>165</b>	<b>179</b>	<b>183</b>	<b>190</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>201</b>	<b>281</b>	<b>343</b>	<b>358</b>	<b>387</b>	<b>465</b>	<b>499</b>	<b>525</b>	<b>557</b>



## Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	34	42	46	50
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	23	32	35	36
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	9	-1	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>27</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>86</b>
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-6	-12	-13	-14
Avyttringar	—	—	—	—	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>12</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>72</b>
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
<b>Kassaflöde</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>54</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>48</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	<b>-56</b>	<b>-22</b>	<b>-37</b>	<b>-56</b>	<b>-78</b>

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	22%	7%	5%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	18%	12%	7%	8%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	18%	8%	7%	8%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	12,6%	12,7%	13,0%	13,3%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,1%	8,5%	8,7%	8,9%
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%	17%	17%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	17%	17%	18%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	29	37	38	40
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	-22	-37	-56	-78
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	51%	52%	54%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-9%	-14%	-20%	-25%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,3x	-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	4,86	5,93	6,47	7,03
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,58	6,04	6,49	7,03
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	5,37	5,16	5,93	6,51
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	33,8	36,6	39,9	43,5
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	16,4x	15,1x	14,1x	13,0x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,7x	2,5x	2,3x	2,1x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	17,0x	17,7x	15,4x	14,0x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	56%	53%	52%	50%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerat	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	7,6x	6,9x	6,2x	5,6x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	11,8x	10,3x	9,3x	8,3x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	91,4	91,4	91,4	91,4
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	622	607	588	566

## Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
Nettoomsättning	129,9	124,1	99,6	131,5	141,6	139,4	107,0	143,5	161,7	171,2	130,6
Övriga intäkter	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0	0,2	0,3	3,3
Försäljningskostnader	-112,2	-109,0	-89,0	-116,2	-125,9	-120,0	-95,8	-128,1	-143,5	-149,8	-123,2
Rörelseresultat (EBITDA)	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4	17,9	21,4	9,9
Avskrivningar	-4,9	-6,7	-6,3	-6,1	-6,8	-6,8	-6,3	-5,5	-7,7	-7,9	-7,5
Resultat (EBIT)	13,7	8,7	4,6	10,4	8,8	13,0	5,3	9,9	10,2	13,6	2,4
Extraordinära Poster	0,0	0,3	0,4	0,7	2,3	1,8	1,8	1,8	2,8	3,0	1,3
Justerat Resultat (EBIT)	13,7	9,0	5,0	11,1	11,1	14,8	7,1	11,7	13,0	16,6	3,7
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,5
Resultat före skatt	13,3	8,2	4,4	10,0	8,5	12,7	5,0	9,5	9,8	12,9	1,9
Skatter	-2,7	-2,0	-1,1	-2,9	-1,4	-4,1	-0,6	-1,7	-2,1	-2,7	-0,4
Nettoresultat Rapporterat	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8	7,7	10,2	1,5
Nettoresultat (just)	10,6	6,5	3,5	7,6	8,2	6,7	5,6	8,9	9,1	11,7	3,1

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
Omsättningstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%	23%	25%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%	52%	-33%
EBITDA-marginal	14,2%	12,3%	10,9%	12,4%	11,0%	14,2%	10,8%	10,7%	11,1%	12,5%	7,4%
EBIT-marginal (justerad)	10,5%	7,2%	5,0%	8,4%	7,8%	10,6%	6,6%	8,1%	8,0%	9,7%	2,7%
Skattesats	20,5%	23,7%	26,0%	28,9%	16,1%	32,1%	12,5%	18,0%	21,6%	21,1%	21,5%

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](http://www.penser.se)