



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Information Technology Services | Sweden | 25 February 2022

C.A.G

Rekordstark organisk tillväxt

Rekordstark organisk tillväxt

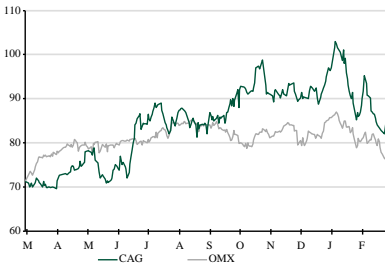
Intäkterna under fjärde kvartalet uppgick till 186 mkr (143 mkr), vilket motsvarar en tillväxt om ca. 29% y/y. Den organiska tillväxten uppgick till ca. 13%. Justerad EBITA uppgick till 17 mkr (12 mkr) och motsvarar en marginal om 9,1% (8,1%). Den starkare marginalen var drivet av ökad kostnadskontroll men även ökad intjäning per anställd. Andelen återkommande intäkter stod fortsatt för 20% (15%).

Summering 2021

2021 kan summeras med en tillväxt om 23%, varav 8% organisk. Justerad EBITA marginal uppgick till 8% vilket var i linje med bolagets mål. Under året har bolaget gjort tre förvärv, Ateles (e-handel), Cadeia (Business Intelligence) samt LC24 (drift och förvaltning). Efterfrågan på IT-konsulter är fortsatt god drivet av digitalisering och säkerhet. Vår bedömning är att bolaget är väl positionerat för att kapitalisera på denna trend.

Bibehåller motiverat värde

Ett kvartal med en rekordstark organisk tillväxt och marginalförbättring. Efterfrågan på marknaden är fortsatt god vilket vi även kan se bland bolagets konkurrenter. Vår bedömning är att det fortsatt råder utmaningar vad gäller rekrytering men givet att bolaget har möjligheten att använda sig utav underkonsulter parerar man detta väl, samtidigt som man bibehåller marginalen. Motiverat värde 100-102 kr kvarstår. Låg risk.

Estimate Changes (kr)				Estimates (kr)					Risk and Potential	
	Now	Before			21	22e	23e	24e	Motivated value	100.0 - 102.0
EPS, adjusted 22e	6.1	6	0.2%	Sales, mkr	649	695	728	762	Current price	82.0
EPS, adjusted 23e	6.5	6.5	0.0%	Growth	22%	7%	5%	5%	Risk level	Low
EPS, adjusted 24e	7.1	7.1	0.0%	EBITDA, mkr	78	80	84	89	<div>One Year Performance Chart</div> 	
Calendar Events				EBIT, mkr	52	59	63	68		
				EPS, adjusted	5.1	6.1	6.5	7.1		
				EPS growth	8%	18%	8%	8%		
				Equity/share	33.2	36.1	39.3	42.8		
Delårsrapport Q1 2022		2022-04-28		Dividend/share	3.1	3.2	3.4	3.5		
Årsstämma 2022		2022-05-04		EBIT margin	8.0%	8.5%	8.7%	8.9%		
Delårsrapport Q2 2022		2022-08-16		ROE	16.3%	17.5%	17.3%	17.2%		
Delårsrapport Q3 2022		2022-10-27		ROCE	17.4%	18.0%	18.1%	18.3%		
Key Figures (mkr)				EV/Sales	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x		
				EV/EBITDA	7.1x	6.9x	6.6x	6.3x		
				EV/EBIT	10.7x	9.4x	8.8x	8.2x		
				P/E, adjusted	16.0x	13.5x	12.6x	11.6x		
				P/Equity	2.5x	2.3x	2.1x	1.9x		
				Dividend yield	3.2%	3.9%	4.1%	4.3%		
				FCF yield	4.4%	7.7%	8.1%	8.5%		
				Net debt/EBITDA	(0.3)g	(0.5)g	(0.8)g	(1.1)g		
Reuters/Bloomberg				CAGGR.ST / CAG:SS						
				Analysts igor.tubic@penser.se						



Overview

Rekordstark organisk tillväxt

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.

Valuation approach

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

God utveckling under det fjärde kvartalet drivet av förvärv (16%) men även stark organisk tillväxt (13%). Tillväxten förklaras vidare av ökad beläggning, något högre priser men även ökade underkonsultaffärer. Trots att underkonsulter rent generellt innebär lägre marginaler för bolaget lyckades man anpassa kostnadsbasen väl och uppnå en justerad EBITA marginal om 9,1% (8,1%).

Slutsats

Vår bedömning är att C.A.G fortsätter utvecklas väl och har en fortsatt intressant framtid till mötes. Efterfrågan är fortsatt god drivet av digitalisering och säkerhet bland företag men även myndigheter. Vi ser det som ett styrkebesked att bolaget levererade en stark organisk tillväxt och marginal. Vi bibehåller vår positiva syn till caset.

Estimatförändringar

Vi gör inga förändringar i våra estimat. Smärre justeringar drivet av modelltekniska skäl.

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	653	698	730	762
Tillväxt	22%	7%	5%	5%
EBIT (adj)	52,1	59,1	63,2	68,1
Rörelsemarginal (adj)	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%
EPS (adj)	5,68	6,46	6,92	7,46
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
<i>Tidigare estimat</i>	<i>2021</i>	<i>2022e</i>	<i>2023e</i>	<i>2024e</i>
Intäkter	654	696	728	760
Tillväxt	22%	7%	5%	4%
EBIT (adj)	52,8	59,1	63,1	67,9
Rörelsemarginal (adj)	8,1%	8,5%	8,7%	8,9%
EPS (adj)	5,75	6,45	6,90	7,44
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	0%	0%	0%	0%
EBIT (adj)	-1%	0%	0%	0%
EPS (adj)	-1%	0%	0%	0%
DPS	0%	0%	0%	0%

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.

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	103	879	950	71	922	89	69	10%	7%	5,31	1,0x	10,6x	13,7x	19,3x	
Knowit	KNOW-SE	301	8 236	7 172	(1 065)	4 812	574	375	12%	8%	12,12	1,5x	12,5x	19,1x	24,8x	
Precio	PRCO.B-SE	56	516	484	(31)	249	39	23	15%	9%	1,87	1,9x	12,6x	20,8x	30,1x	
Softronic	SOF.B-SE	23	1 211	1 132	(79)	770	110	87	14%	11%	1,28	1,5x	10,3x	13,0x	17,9x	
Medel			2 710						13%	9%		1,5x	11,5x	16,7x	23,0x	
Median			1 045						13%	9%		1,5x	11,6x	16,4x	22,0x	
C.A.G	CAG-SE	85	599	590	(8)	607	68	39	11%	6%	3,99	1,0x	8,7x	15,0x	21,3x	

Lönsamhet	68	39
EV	787	648
Nettoskuld	(21)	(21)
MCAP	766	626
No shares	7,0	7,0
EK/share	109	89
Premie/rabatt	0%	0%
Värde per aktie	109	89
Genomsnitt. värde/aktie	99	

Källa: Factset

Kassaflödesvärdering

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	410
PV of terminal value (perpetuity formula)	277
Enterprise value	687
Latest net debt	-21
Minority interests & other	0
Equity value	708
No. of shares outstanding (millions)	7
Equity value per share (SEK)	101

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,7	8,7	8,3
EV/EBIT	17,0	12,6	11,7
EV/NOPLAT	21,4	15,9	14,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	82,00		

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)	4,1%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	9%
WACC	10,8%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	4,9%
Capex (% of sales)	5,3%
Working cap. (% of sales)	3,5%
Tax rate	21%

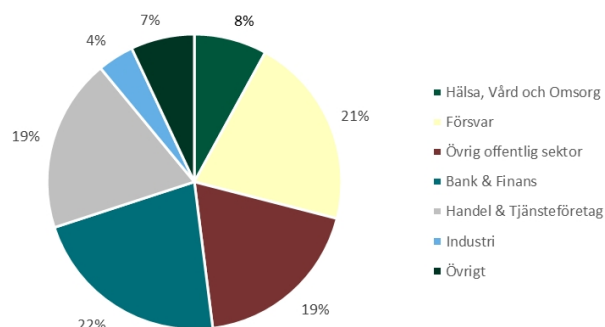
Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,8%	105	109	114	120	126
	10,3%	99	103	107	112	117
	10,8%	94	97	101	104	109
	11,3%	89	92	95	98	102
	11,8%	85	87	90	93	96
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	9,8%	74	94	114	134	155
	10,3%	70	89	107	125	143
	10,8%	67	84	101	117	134
	11,3%	65	80	95	110	125
	11,8%	62	76	90	104	118

Bolagsfakta - 31 dec 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	https://www.cag.se/

Källa: Bolaget

Intäktsfördelning - 2021



Källa: Bolaget

Resultaträkning (mkr)

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	649	695	728	762
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	4	3	2	0
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-144	-152	-153	-157
Bruttovinst	312	359	421	415	427	509	547	577	605
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-430	-466	-494	-517
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	78	80	84	89
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-26	-21	-21	-20
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	52	59	63	68
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-12	-5	-5	-5
EBIT	28	32	33	37	37	40	55	59	64
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	28	33	35	36	36	38	53	57	62
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-8	-11	-12	-13
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	30	42	45	49
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	33	36	43	46	50

Balansräkning (mkr)

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	163	163	163	163
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	21	17	14	12
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	28	27	27	28
Räntebärande anläggningstillgångar	1	3	2	2	2	1	1	1	1
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	216	212	209	208
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	126	137	141	148
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	28	31	32	33
Likvida medel	57	70	124	123	116	81	104	126	152
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	236	272	299	333
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	453	484	509	541
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	234	254	277	302
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	234	254	277	302
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	34	34	32	32
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	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	55	55	53	53
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	26	26	26	26
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	39	43	44	46
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	99	106	110	115
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	164	175	179	186
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	453	484	509	541

Kassaflödesanalys (mkr)

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	30	42	45	49
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	27	25	24	24
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	-6	-2	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	51	65	68	72
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-1	-1	-1	-1
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	50	63	67	70
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	-82	0	-2	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-36	-27	9	-19	-20	-21
Kassaflöde	15	13	54	0	-8	-30	22	22	25
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-70	-56	-21	-44	-68	-94

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	22%	7%	5%	5%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	17%	13%	7%	8%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	8%	18%	8%	8%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	12,0%	11,5%	11,5%	11,6%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	22%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	16%	16%	17%	17%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	17%	18%	18%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	14%	14%	15%	15%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	22	20	21	22
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	5%	4%	3%	3%	3%	3%
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%	19%	20%	19%	19%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	2%	4%	4%	3%	4%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,4x	1,6x	1,5x	1,5x	1,5x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (inkl tilläggsköpeskillingar)	-17	-17	-70	-70	-56	-21	-44	-68	-94
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	52%	53%	54%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-9%	-17%	-25%	-31%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,3x	-0,5x	-0,8x	-1,1x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,02	4,32	5,94	6,40	6,94
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,12	6,05	6,52	7,06
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	4,31	6,29	6,68	6,99
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	33,2	36,1	39,3	42,8
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	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	16,1x	14,8x	19,0x	13,5x	12,6x	11,6x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,9x	2,3x	2,1x	1,9x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	22,5x	13,0x	12,3x	11,7x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	3,9%	4,1%	4,3%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	61%	53%	52%	50%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	8,5x	6,6x	6,1x	5,5x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	12,7x	9,0x	8,1x	7,1x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	97,0	82,0	82,0	82,0
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	662	534	509	484

Kvartalsdata (mkr)

Mkr	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Nettoomsättning	129,9	124,1	99,6	131,5	141,6	139,4	107,0	143,5	161,7	171,2	130,6	185,8
Övriga intäkter	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0	0,2	0,3	3,3	-0,2
Försäljningskostnader	-112,2	-109,0	-89,0	-116,2	-125,9	-120,0	-95,8	-128,1	-143,5	-149,8	-123,2	-163,8
Rörelseresultat (EBITDA)	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4	17,9	21,4	9,9	21,7
Avskrivningar	-4,9	-6,7	-6,3	-6,1	-6,8	-6,8	-6,3	-5,5	-7,7	-7,9	-7,5	-7,4
Resultat (EBIT)	13,7	8,7	4,6	10,4	8,8	13,0	5,3	9,9	10,2	13,6	2,4	14,3
Extraordinära Poster	0,0	0,3	0,4	0,7	2,3	1,8	1,8	1,8	2,8	3,0	3,3	2,5
Justerat Resultat (EBIT)	13,7	9,0	5,0	11,1	11,1	14,8	7,1	11,7	13,0	16,6	5,7	16,8
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	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	-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	13,9
Skatter	-2,7	-2,0	-1,1	-2,9	-1,4	-4,1	-0,6	-1,7	-2,1	-2,7	-0,4	-3,0
Nettoresultat Rapporterat	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8	7,7	10,2	1,5	10,9
Nettoresultat (just)	10,6	6,5	3,5	7,6	8,2	6,7	5,6	8,9	9,1	11,7	3,1	11,9

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Omsättningstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%	23%	25%	29%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%	52%	-33%	38%
EBITDA-marginal	14,2%	12,3%	10,9%	12,4%	11,0%	14,2%	10,8%	10,7%	11,1%	12,5%	7,4%	11,7%
EBIT-marginal (justerad)	10,5%	7,2%	5,0%	8,4%	7,8%	10,6%	6,6%	8,1%	8,0%	9,7%	4,3%	9,1%
Skattesats	20,5%	23,7%	26,0%	28,9%	16,1%	32,1%	12,5%	18,0%	21,6%	21,1%	21,5%	21,4%

This publication ("the Publication") has been compiled by Erik Penser Bank ("the Bank") exclusively for clients of the Bank. The contents are based on information from publicly available sources which have been deemed reliable. No guarantee is extended as to the accuracy and completeness of the contents of the document or the forecasts and recommendations provided therein. The Bank may permit employees of another department or analysed company ("the company") to read facts or series of facts in order to verify the same. The Bank does not disclose conclusions or assessments included in the Publication in advance. Opinions stated in the Publication are those of the analyst at the time the Publication was prepared and such opinions are subject to change. No assurance is provided that future events will be in accordance with opinions stated in the Publication.

The information in the Publication must not be understood as encouragement or recommendation to enter into transactions. The information does not take into account an individual recipient's investment knowledge and experience, financial situation, or investment goals. The information thus does not constitute a personal recommendation or investment advice.

The Bank disclaims all liability for direct or indirect loss that may be based upon the Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk. The investment may go up or down in value or become entirely worthless. Past favourable performance of an investment is not a guarantee of future performance.

Fair value and risk

The fair value reflects a value for the share on the day the analysis is published in a range corresponding to approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments, such as cash flow models, valuation of multiples and breakup value analysis.

The valuation method and the approach for determining the fair value should be apparent in the analysis and may vary from company to company. Significant assumptions used in valuations are based on currently available market data and a scenario for the company's future development that we consider reasonable. As regards risk, the share is classified on a High-Medium-Low scale based on a number of known parameters relevant to the company. A general guideline for being classified as low risk is that the company has positive cash flow and that no individual factor affects net sales by more than 20%. The corresponding general description of high risk is that the company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects net sales by more than 50%.

The research presented in the Publication was performed in accordance with the terms and conditions of the "Penser Access" service that the Bank performs on behalf of analysed companies. The analysed company remunerates the Bank for the aforementioned service. The fair value and risk classifications are continuously updated. Click here <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> to view the history of investment recommendations issued by the Bank.

General

The Bank's consent is required to copy or disseminate the Publication in whole or in part. The Publication must not be disseminated or made available to any natural or legal person in the United States of America (other than as provided under Rule 15a-16, Securities Exchange Act of 1934), Canada, or any other country that imposes statutory restrictions on the dissemination and availability of the contents of the material.

The Bank has prepared an Ethics Policy and a Conflicts of Interest Policy. The aim of these policies is to protect against and prevent conflicts between the interests of clients and departments within the Bank. The approach used by the Bank to prevent conflicts of interest includes restrictions on communications (Chinese Walls). The Research Department is physically separated from the Corporate Finance department, which occupies separate premises. The Corporate Finance department is not permitted to participate in the production of a Publication or to express opinions on a Publication. However, there may from time to time exist a client relationship or advisory situation between a company covered in a Publication and a department of the Bank other than the Research Department. The Bank has drawn up internal restrictions concerning when employees are permitted to conduct trades in a financial instrument that is the subject of an Investment Recommendation.

From time to time, the Bank performs assignments for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, be acting as an advisor or issuer agent to the company or as the liquidity guarantor for one of the company's securities. If such is the case, this has been stated in the Publication. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in companies mentioned in the Publication. All employees of the Bank must report their holdings in securities and must report all transactions. The Bank and its employees comply with guidelines issued by the Swedish Securities Dealers Association concerning employee transactions. The analyst who has prepared Investment Research as referred to in Chapter 11, section 8 of the Swedish Financial Supervisory Authority's Regulations regarding securities (FFFS 2007:16) and others involved in this work are not permitted to trade on their own account in the covered Financial Instrument or related Financial Instruments in contravention of the applicable recommendation. The Bank's Compliance Department monitors all employee transactions.

The Bank pays salaries to analysts, which may also consist of a share of the Bank's profits but which is never linked to the financial performance of another department. Neither the Bank nor the individuals who compiled the Publication have holdings (long or short) in the financial instruments issued by the analysed company that exceed 0.5% of the analysed company's share capital.

For the company in question, the Bank also conducts research in accordance with the terms of the "Penser Access" paid-for service. Click here <https://epaccess.penser.se/> for more information about this service.

Erik Penser Bank is authorised to conduct securities operations and is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)

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