



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 29 April 2022

C.A.G

Tillväxt och fortsatt marginalförbättring

Fortsatt god organisk tillväxt

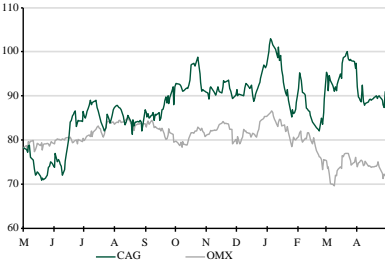
Med 12% organisk tillväxt växte omsättningen med 18% till 190 mkr (162 mkr i Q1'21). God tillväxt inom Drift och Förvaltning, ökad beläggning, något ökade priser och en ökad underkonsultaffär låg bakom försäljningen, som var den starkaste någonsin.

Rekordstark marginal

Justerad EBITA uppgick till 17,8 mkr (13,0 mkr) motsvarande en marginal om 9,3% (8,0%). Högre priser och mix (Drift och Förvaltning, som har högre marginaler, växte snabbare) drev marginalexpansionen. Vi ser det som ett styrkebesked att den justerade EBITA-marginalen förbättrades för andra kvartalet i rad. Rörelseresultatet var bolagets bästa någonsin.

Höjer motiverat värde

Bolaget meddelar att man fortsätter se en stark efterfrågan vilket även är tydligt bland deras konkurrenter. Givet den fortsatt goda organiska tillväxten, marginalförbättring samt att bolaget har en intressant exponering mot försvaret och den offentliga sektorn höjer vi vårt motiverade värde till 107-109 kr (100-102 kr). Risker är fortsatt låg.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	107.0 - 109.0
EPS, justerad 22e	6.1	6.1	0.0%	Omsättning, mkr	649	708	740	773	Aktiekurs	91.0
EPS, justerad 23e	6.7	6.5	3.2%	Tillväxt	22%	9%	5%	5%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	7.3	7.1	3.0%	EBITDA, mkr	78	78	85	90	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Årsstämma 20222022-05-04 Delårsrapport Q2 20222022-08-16 Delårsrapport Q3 20222022-10-27</div>				EBIT, mkr	52	60	65	69		
				EPS, justerad	5.1	6.1	6.7	7.3		
				EPS tillväxt	8%	19%	11%	8%		
				EK/aktie	33.2	36.2	39.6	43.3		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier7m Börsvärde641 Nettoskuld(45) EV596 Free float60% Daglig handelsvolym, snitt7(k) Reuters/BloombergCAGGR.ST / CAG:SS</div>				Utdelning/aktie	3.1	3.2	3.4	3.5	<div>Analytiker</div> <div>igor.tubic@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	8.0%	8.5%	8.7%	8.9%		
				ROE (%)	16.3%	17.5%	17.8%	17.5%		
				ROCE	17.4%	18.7%	19.1%	19.0%		
				EV/Sales	0.9x	0.8x	0.8x	0.8x		
				EV/EBITDA	7.6x	7.7x	7.0x	6.6x		
				EV/EBIT	11.4x	9.9x	9.2x	8.6x		
				P/E, justerad	17.8x	15.0x	13.5x	12.5x		
				P/EK	2.7x	2.5x	2.3x	2.1x		
				Direktavkastning	3.2%	3.5%	3.7%	3.8%		
				FCF yield	4.4%	6.3%	7.4%	7.9%		
				Nettosk./EBITDA	(0.3)g	(0.6)g	(0.8)g	(1.1)g		



Sammanfattning

Tillväxt och fortsatt marginalförbättring

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

Under 2021 uppgick C.A.Gs justerade EBITA-marginal till 8,0%, vilket är lägre än för övriga noterade IT-konsulter som har som mål att uppnå en marginal om 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 i 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 107-109 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Analyskommentar

C.A.G fortsätter att leverera en god organisk tillväxt (12%) och marginalförbättring (9,3%). Efterfrågan av IT-konsulter är fortsatt stark vilket vi även kan se bland deras konkurrenter. Bolaget, liksom branschen i helhet, fortsätter dock att tampas med hård konkurrens vad gäller rekrytering. Trots detta lyckas man stärka marginalen ytterligare för andra kvartalet i rad vilket vi ser som ett styrkebesked.

Givet rådande marknad väljer vi dock att vara något försiktiga vad gäller att göra stora estimatförändringar baserat på den höga osäkerheten och kostnadsinflationen vi ser på flera håll rent generellt i ekonomin. Nedan illustreras en tabell med estimatförändringar där vi inkluderat utvecklingen under Q1'22 i 2022 års estimat men bibehåller i övrigt våra tidigare antaganden.

Estimatförändringar

Första kvartalets utveckling är inkluderat i 2022 års estimat. I övrigt bibehåller vi våra antaganden.

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	653	711	743	775
Tillväxt	22%	9%	5%	5%
EBIT (adj)	52,1	60,3	64,7	69,3
Rörelsemarginal (adj)	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%
EPS (adj)	5,68	6,66	7,13	7,63
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
Tidigare 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
Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkter	0%	2%	2%	2%
EBIT (adj)	0%	2%	2%	2%
EPS (adj)	0%	3%	3%	2%
DPS	0%	0%	0%	0%

Värdering

Vi värderar C.A.G med relativvärdering som stöds av kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 107-109 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

I vår relativvärdering har vi utgått ifrån jämförbara konsultbolag med liknande exponering. Baserat på CAGs storlek har vi satt en rabatt jämfört med bolag som KnowIT och B3.

Bolag		Senast betalt	Börsvärde	EV	Nettoskuld	Omsättning	EBITDA	EBIT	LTM						
									EBITDA-marginal	EBIT-marginal	EPS	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
B3	B3-SE	128	1 098	1 160	62	922	89	69	10%	7%	5,31	1,3x	13,0x	16,8x	24,1x
Knowit	KNOW-SE	290	7 959	6 932	(1 027)	4 812	574	375	12%	8%	12,12	1,4x	12,1x	18,5x	24,0x
Precio	PRCO.B-SE	59	540	538	(2)	249	39	23	15%	9%	1,87	2,2x	14,0x	23,1x	31,5x
Softronic	SOF.B-SE	28	1 492	1 370	(123)	809	126	104	16%	13%	1,54	1,7x	10,8x	13,2x	18,4x
Medel			2 772						13%	9%	1,6x	1,6x	12,5x	17,9x	24,5x
Median			1 295						14%	9%	1,7x	1,7x	12,5x	17,6x	24,0x
C.A.G	CAG-SE	91	641	596	(45)	677	80	56	12%	8%	4,37	0,9x	7,4x	10,6x	20,8x

Lönsamhet	80	56
EV	1 007	996
Nettoskuld	(45)	(45)
MCAP	963	951
No shares	7,0	7,0
EK/share	137	135
Premie/rabatt	-20%	-20%
Värde per aktie	109	108
Genomsnitt. värde/aktie	109	

Kassaflödesvärdering

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	395
PV of terminal value (perpetuity formula)	317
Enterprise value	712
Latest net debt	-45
Minority interests & other	0
Equity value	757
No. of shares outstanding (millions)	7
Equity value per share (SEK)	107

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	10,0	9,2	8,5
EV/EBIT	17,6	13,0	11,8
EV/NOPLAT	22,2	16,4	14,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	91,00		

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	1,7%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,1
Cost of equity	11,1%
Cost of debt (pre-tax)	4,1%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	9%
WACC	10,4%

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)	3,4%
Tax rate	21%

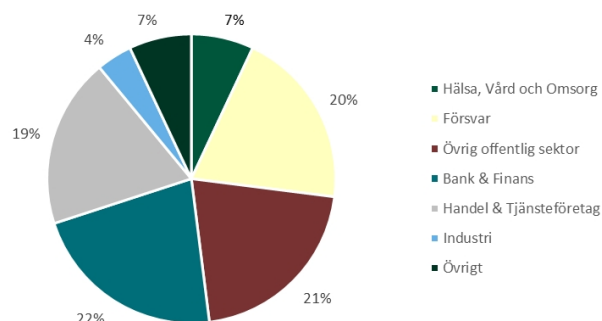
Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,4%	112	117	123	130	138
	9,9%	106	110	115	120	127
	10,4%	100	103	107	112	118
	10,9%	94	98	101	105	110
	11,4%	90	92	96	99	103
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	9,4%	77	100	123	146	169
	9,9%	74	94	115	135	156
	10,4%	70	89	107	126	145
	10,9%	67	84	101	118	135
	11,4%	65	80	96	111	126

Bolagsfakta - 31 mars 2022

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 - Jan-Mar 2022



Källa: Bolaget

Resultaträkning (mkr)

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	649	708	740	773
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	4	3	3	2
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-144	-180	-179	-172
Bruttovinst	312	359	421	415	427	509	531	564	603
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-430	-453	-479	-513
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	78	78	85	90
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-26	-17	-20	-21
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	52	60	65	69
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-12	-6	-5	-4
EBIT	28	32	33	37	37	40	55	60	65
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	54	59	63
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	47	50
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	33	36	43	47	51

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	16	13	11
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	28	26	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	210	208	207
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	126	134	140	147
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	28	30	32	33
Likvida medel	57	70	124	123	116	81	96	119	145
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	236	260	291	326
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	453	470	499	532
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	234	255	279	305
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	234	255	279	305
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	34	31	29	29
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	51	49	49
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	26	20	20	20
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	39	42	44	46
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	99	102	107	112
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	164	164	171	178
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	453	470	499	532

Kassaflödesanalys (mkr)

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	30	42	47	50
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	27	17	24	24
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	-6	1	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	51	61	69	73
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-1	-5	-5	-6
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	50	56	63	67
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	-20	-16	-17
Kassaflöde	15	13	54	0	-8	-30	14	23	27
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-70	-56	-21	-44	-69	-96

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	22%	9%	5%	5%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	17%	16%	7%	7%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	8%	19%	11%	8%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	12,0%	10,9%	11,4%	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%	18%	18%	18%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	17%	19%	19%	19%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	14%	15%	15%	15%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	22	21	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%	19%	19%	19%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	2%	4%	3%	3%	3%
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	-69	-96
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	52%	54%	56%	57%
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	-0,6x	-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	6,03	6,61	7,15
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,12	6,08	6,73	7,27
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	4,31	5,76	6,76	7,18
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	36,2	39,6	43,3
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	15,0x	13,5x	12,5x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,9x	2,5x	2,3x	2,1x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	22,5x	15,8x	13,5x	12,7x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	3,5%	3,7%	3,8%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	61%	53%	51%	48%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	8,5x	7,7x	6,7x	6,1x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	12,7x	9,9x	8,8x	7,9x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	97,0	91,0	91,0	91,0
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	662	597	572	545

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	Q1 22
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	189,6
Övriga intäkter	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0	0,2	0,3	3,3	-0,2	0,9
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	-168,2
Rörelseresultat (EBITDA)	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4	17,9	21,4	9,9	21,7	22,3
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	-6,1
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	16,3
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	1,0
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	17,3
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	0,3
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	-0,4
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	16,2
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	-3,4
Nettoresultat Rapporterat	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8	7,7	10,2	1,5	10,9	12,8
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	12,6

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q4 21
Omsättningstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%	23%	25%	29%	18%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%	52%	-33%	38%	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%	11,7%	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%	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%	20,9%

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