



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 17 Augusti 2022

C.A.G

Fortsatt god efterfrågan på IT-konsulter

10% organisk tillväxt

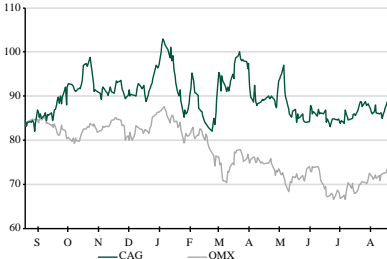
Intäkter i Q2'22 uppgick till 192,5 mkr (171,5 mkr i Q2'21), vilket motsvarar en tillväxt om ca 12% y/y (ca 10% organisk och ca 2% förvärvad). Justerad EBITA uppgick till 17,4 mkr (16,6 mkr), motsvarande en marginal om 9,0% (9,7%). Den lägre marginalen förklaras av en högre andel underkonsulter, högre kostnader relaterat till återupptagna medarbetar- och utbildningsaktiviteter samt ökad marknadsföringssatsning.

Förvärv av Syntell AB

Under kvartalet förvärvades Syntell AB, en konsult- och utbildningspartner inom Systems Lifecycle Management. Bolaget har kontor i Stockholm och Oslo och bedriver verksamhet inom fyra affärsområden; Defence, Industry, Public och International. År 2021 omsatte bolaget ca 114 mkr med ett rörelseresultat om 7,1 mkr. Köpeskillingen uppgick till 70 mkr vilket motsvarar en EV/EBIT-multipel om 8,8x baserat på 2022 års estimat.

Bibehåller motiverat värde

En fortsatt god organisk tillväxt under Q2 indikerar att efterfrågan är fortsatt stark. Vi ser positivt på förvärvet av Syntell baserat på följande; CAG utökar sin exponering mot försvarssektorn, samt att man geografiskt breddar sin verksamhet ytterligare. Marginalen i Syntell är lägre än gruppen i helhet, men vi ser goda möjligheter till förbättring på medellång sikt. Vi bibehåller vi vårt motiverade värde om 107-109kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	107.0 - 109.0
EPS, justerad 22e	7	6.1	14.3%	Omsättning, mkr	649	768	867	901	Aktiekurs	89.0
EPS, justerad 23e	7.9	6.7	17.4%	Tillväxt	22%	18%	13%	4%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	8.4	7.3	15.6%	EBITDA, mkr	78	81	93	98	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Delårsrapport Q3 20222022-10-27</div> <div>Bokslutskommuniké 20222023-02-23</div>				EBIT, mkr	52	65	75	80		
				EPS, justerad	5.7	7.0	7.9	8.4		
				EPS tillväxt	8%	24%	18%	7%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier7m</div> <div>Börsvärde627</div> <div>Nettoskuld(44)</div> <div>EV583</div> <div>Free float60%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt7(k)</div> <div>Reuters/Bloombergcaggr.st / cag:ss</div>				EK/aktie	33.2	37.9	42.2	46.8	<div>Analytiker</div> <div>igor.tubic@penser.se</div>	
				Utdelning/aktie	3.1	3.2	3.4	3.5		
				EBIT-marginal	8.0%	8.4%	8.6%	8.8%		
				ROE (%)	16.3%	18.0%	19.1%	18.4%		
				ROCE	17.4%	17.9%	18.0%	17.8%		
				EV/Sales	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x		
				EV/EBITDA	7.5x	7.2x	6.3x	6.0x		
				EV/EBIT	11.2x	9.0x	7.8x	7.3x		
				P/E, justerad	15.7x	12.8x	11.3x	10.6x		
				P/EK	2.7x	2.3x	2.1x	1.9x		
				Direktavkastning	3.2%	3.6%	3.8%	3.9%		
				FCF yield	4.3%	6.1%	8.4%	8.7%		
				Nettosk./EBITDA	(0.3)g	0.2g	(0.2)g	(0.5)g		



Sammanfattning

Fortsatt god efterfrågan på IT-konsulter

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 (~22% 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

CAG redovisade en fortsatt god tillväxt även under Q2'22, där den organiska tillväxten uppgick till ca 10% och förvärvade till ca 2%. Bolaget ser just nu inga tecken på en vikande efterfrågan, vilket talar för en fortsatt god utveckling även framöver. Marginalen kom in lägre än föregående år vilket förklaras av högre andel underkonsulter, högre övriga externa kostnader relaterat till återupptagna medarbetar- och utbildningsaktiviteter samt ökad marknadsföringssatsning. Marginalen påverkades även av färre arbetsdagar under kvartalet jämfört med samma period föregående år (60 vs 61).

Förvärvar Syntell AB

I juni kommunicerade bolaget att man gör ytterligare ett förvärv, Syntell AB, som har en hög exponering mot försvarssegmentet (ca 60% av intäkterna 2021). I samband med förvärvet breddar även CAG sin geografiska exponering ytterligare, framför allt i Norge, där även Ateles är verksamma. Dessutom har Syntell kunder i Finland och Danmark men inga fysiska kontor. Vi tolkar detta som att CAG successivt börjar bredda sin geografiska täckning. Syntell har en lägre marginal (6,2% år 2021) jämfört med gruppen som helhet men CAG har en ambition att stärka även denna på sikt.

Estimatförändringar

Vi adderar förvärvet av Syntell AB (tillträde 1 juli 2022) i våra estimat men i övrigt bibehåller våra tidigare antaganden. Givet att marginalen är något lägre än gruppen i övrigt har vi även tagit höjd för detta. Baserat på att förvärvet även finansierades till en viss del med nyemitterade aktier har vi även gjort justeringar för detta.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Intäkter	771	870	904
Tillväxt	18%	13%	4%
EBIT (adj)	64,6	75,1	79,8
Rörelsemarginal (adj)	8,4%	8,6%	8,8%
EPS (adj)	6,95	7,89	8,40
DPS	3,20	3,40	3,50

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Intäkter	711	743	775
Tillväxt	9%	5%	5%
EBIT (adj)	60,3	64,7	69,3
Rörelsemarginal (adj)	8,5%	8,7%	8,9%
EPS (adj)	6,66	7,13	7,63
DPS	3,20	3,40	3,50

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Intäkter	8%	17%	17%
EBIT (adj)	7%	16%	15%
EPS (adj)	4%	11%	10%
DPS	0%	0%	0%

Källa: EPB

Värdering

Vi värderar CAG 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. Givet stabiliteten i CAG:s finansiella utveckling har vi valt att värdera dem i linje med övriga jämförbara bolag.

LTM															
Bolag		Senast betalt	Börsvärde	EV	Nettoskuld	Omsättning	EBITDA	EBIT	EBITDA- marginal	EBIT- marginal	EPS	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
B3	B3-SE	141	1 210	1 251	42	1 041	134	114	13%	11%	9,59	1,2x	9,4x	10,9x	14,7x
Knowit	KNOW-SE	276	7 565	8 040	476	6 107	757	485	12%	8%	15,64	1,3x	10,6x	16,6x	17,6x
Precio	PRCO.B-SE	51	468	421	(47)	250	38	22	15%	9%	1,81	1,7x	11,2x	18,8x	28,1x
Softronic	SOF.B-SE	25	1 303	1 272	(30)	821	127	105	15%	13%	1,56	1,6x	10,1x	12,1x	15,9x
Medel			2 636						14%	10%		1,4x	10,3x	14,6x	19,1x
Median			1 256						14%	10%		1,3x	10,3x	14,3x	16,8x
C.A.G	CAG-SE	89	627	583	(44)	677	81	57	12%	8%	5,04	0,9x	7,2x	10,2x	17,7x

Lönsamhet	81	57
EV	836	817
Nettoskuld	(44)	(44)
MCAP	792	773
No shares	7,0	7,0
EK/share	112	110
Premie/rabatt	0%	0%
Värde per aktie	112	110
Genomsnitt värde/aktie	111	

Källa: Factset, EPB

Kassaflödesvärdering

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			433
PV of terminal value (perpetuity formula)			285
Enterprise value			718
Latest net debt			-44
Minority interests & other			0
Equity value			762
No. of shares outstanding (millions)			7
Equity value per share (SEK)			108
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,1	9,0	7,8
EV/EBIT	17,7	12,3	10,2
EV/NOPLAT	22,3	15,5	12,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			89,00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,5%
Beta	1,0
Cost of equity	12,5%
Cost of debt (pre-tax)	4,1%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	11,6%
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						
WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
10,6%	113	117	121	127	132	
11,1%	107	110	114	119	124	
11,6%	102	105	108	112	116	
12,1%	97	100	103	106	110	
12,6%	93	95	98	101	104	
Long-term EBIT margin						
WACC	4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%	
10,6%	79	100	121	142	164	
11,1%	76	95	114	134	153	
11,6%	73	90	108	126	144	
12,1%	70	86	103	119	135	
12,6%	68	83	98	113	128	

Källa: EPB

Bolagsfakta - 30 juni 2022

Största aktieägare

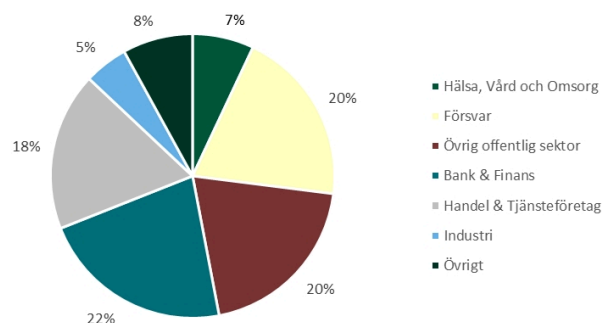
Bo Lindström (Styrelseordförande)
Nordea Fonder
Creades
Cliens Småbolagsfond
Övriga

Aktier

	20,5%
	11,4%
	11,0%
	3,7%
	53,4%
Ordförande	Bo Lindström
Verkställande direktör	Åsa Landén Ericsson
Finansdirektör	Håkan Kihlert
Investerarkontakt	Åsa Landén Ericsson
Hemsida	https://www.cag.se/

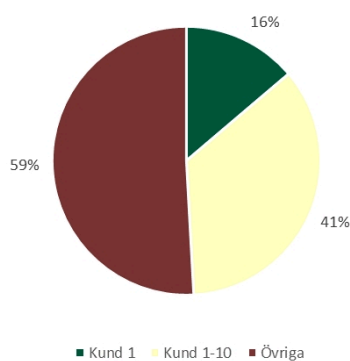
Källa: Bolaget

Intäktsfördelning - Jan-Jun 2022



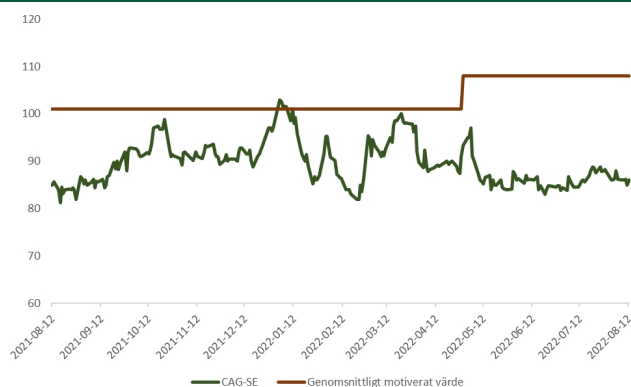
Källa: Bolaget

Kundkoncentration - 30 juni 2022



Källa: Bolaget

Kurs vs motiverat värde (SEK)



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

SEKm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	649	768	867	901
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	4	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-144	-197	-214	-215
Bruttovinst	312	359	421	415	427	509	574	656	689
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-430	-493	-563	-591
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	78	81	93	98
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-26	-17	-18	-18
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	52	65	75	80
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-12	-6	-5	-4
EBIT	28	32	33	37	37	40	59	71	76
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-3	-4	-4
Resultat före skatt	28	33	35	36	36	38	56	67	72
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-8	-12	-14	-15
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	30	44	53	57
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	33	36	45	54	58

Balansräkning

SEKm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	163	233	233	233
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	21	17	15	14
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	28	23	23	24
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	278	277	276
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	89	126	152	156	168
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	28	34	35	38
Likvida medel	57	70	124	123	116	81	101	130	161
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	236	288	321	366
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	453	566	598	642
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	234	267	297	330
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	234	267	297	330
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	34	100	98	98
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	120	118	118
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	26	18	18	18
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	39	47	49	52
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	99	114	117	125
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	164	179	183	195
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	453	566	598	642

Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

SEKm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	30	44	53	57
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	20	17	21	21
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	2	-3	-1	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	52	58	74	76
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-1	-4	-4	-4
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	51	54	70	73
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-23	-24
Nyemission / återköp	0	11	77	5	0	13	11	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-19	-75	-70	-2	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-36	-27	-4	48	-16	-17
Kassaflöde	15	13	54	0	-8	-36	20	29	31
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-70	-56	-21	17	-14	-45

Källa: Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	22%	18%	13%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	17%	24%	16%	6%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	8%	24%	18%	7%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	12,0%	10,5%	10,7%	10,8%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,0%	8,4%	8,6%	8,8%
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%	19%	18%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	17%	18%	18%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	23	19	20	21
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	5%	4%	4%	2%	2%	2%
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%	18%	19%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	2%	4%	4%	3%	3%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,4x	1,6x	1,5x	1,5x	1,5x

Finansiell ställning (SEKm)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld (inkl tilläggsköpeskillingar)	-17	-17	-70	-70	-56	-21	17	-14	-45
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	52%	47%	50%	51%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-9%	6%	-5%	-14%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,3x	0,2x	-0,2x	-0,5x

Nyckeltal per aktie (SEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,02	4,32	6,23	7,39	7,93
EPS, justerad	--	--	5,50	4,28	4,90	5,68	6,95	7,89	8,40
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	4,22	5,41	7,49	7,74
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	37,3	41,5	46,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	6,8	6,9	7,0	7,0	7,2	7,2	7,2

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	15,4x	14,2x	17,1x	12,8x	11,3x	10,6x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,9x	2,4x	2,1x	1,9x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	23,0x	16,5x	11,9x	11,5x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	3,6%	3,8%	3,9%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	68%	61%	55%	46%	43%	42%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	1,0x	0,9x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	8,5x	8,1x	6,7x	6,1x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	12,7x	10,1x	8,3x	7,4x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	97,0	89,0	89,0	89,0
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	662	655	624	593

Källa: Bolaget, EPB

Kvartalsdata

SEKm	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	Q2 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	191,9
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	0,6
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	-171,3
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	21,3
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	-5,4
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	16,3	15,8
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	1,5	1,5
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	17,8	17,4
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	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	-0,4	-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	15,5
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	-3,5
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	12,0
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	13,0	12,2

	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	Q4 21
Omsättningsstillväxt	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%	14%	23%	25%	29%	18%	12%
EBIT, tillväxt	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%	20%	52%	-33%	38%	37%	4%
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%	11,0%
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%	9,3%	9,0%
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%	22,3%

Källa: Bolaget

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