



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 31 oktober 2022

CAG Group

Tillväxt på alla plan

Tillväxt på alla plan


CAG levererar ett starkt tredje kvartal, vilket normalt är det säsongsmässigt svagaste i och med semestrar. Trots säsongsmönstret redovisar CAG ett starkt kvartal med tillväxt inom alla segment. Detta avspeglas i en omsättning på 177, mkr (130,6 mkr Q2'21), vilket motsvarar en tillväxt om ca. 32,4% Y/Y. CAG växte 11,8% organiskt och 20,6% var förvärvad tillväxt. Justerad EBITA uppgick till 11,3 mkr (5,8 mkr), vilket motsvarar en marginal om 6,4% (4,3%) och en ökning med hela 97%. Justeringarna uppgick till 3,1 mkr och är kopplade till tidigare förvärv.

Integrationen av Syntell

Integrationen av det senaste förvärvet Syntell, som anslöt koncernen per 1 juli, har gått bra. CAGs strategi är att låta sina dotterbolags verksamheter löpa på som de gjorde innan de blev en del av koncernen. Tack vare denna strategi har integrationen av Syntell gått smidigt och Syntell bidrog till både omsättningsökningen samt marginalexpansionen.

Estimat förändringar

CAG ser en fortsatt stark efterfrågan, exempelvis inom segmentet försvar där de ser en ökad efterfrågan. Den starka efterfrågan återspeglas i en hög organiskt tillväxt samt marginalexpansion under de senaste kvartalen. Med anledning av fortsatt god tillväxt, ökad lönsamhet samt en intressant exponering mot stabila sektorer höjer vi vårt motiverade värde till 114–117 kr per aktie, från tidigare 107–109.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk		
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	114,0 - 117,0 kr	
Totala intäkter	780	1,2	889	2,2	Totala intäkter	653	780	889	949	Aktiekurs	83,6 kr	
EBIT	58	-1,7	69	-2,8	Intäktstillväxt	23%	19%	14%	7%	Riskenivå	Låg	
EPS	6,2	-2,0	7,1	-3,1	EBITDA, just.	73	88	104	117	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 		
Kommande händelser					EBIT, just.	42	58	69	84			
Q3 - rapport	27 oktober 2022				EPS, just.	4,7	6,2	7,1	8,7			
Q4 - rapport	23 februari 2023				EPS-tillväxt	5%	37%	18%	22%			
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	33,4x	37,4x	41,0x	46,3x			
Antal aktier	7				Utdelning per aktie	3,1	3,2	3,4	3,5			
Börsvärde	595				EBIT-marginal	6,2%	7,4%	7,8%	8,8%			
Nettoskuld	8				ROE, just.	14,5%	17,5%	18,2%	19,9%			
EV	603				ROCE, just.	15,6%	17,3%	17,2%	19,2%			
Free float	60%				EV/Sales	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x			
Daglig handelsvolym, snitt	2(k)				EV/EBITDA	9,0x	6,9x	5,6x	4,7x			
Analytiker					EV/EBIT	15,6x	10,3x	8,4x	6,6x			
Hugo Lisjo					P/E, just.	20,8x	13,6x	11,8x	9,6x			
hugo.lisjo@penser.se					P/EK	2,9x	2,2x	2,0x	1,8x			
					Direktavkastning	3,2%	3,8%	4,1%	4,2%			
					FCF yield	8%	12%	13%	15%			
					Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	0,1x	-0,2x	-0,4x			
										Intressekonflikter		
										Yes	No	
										Likviditetsgarant	✓	
										Certified adviser	✓	
										Transaktioner 12m		✓

Investment case

CAG 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 CAG 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. CAG 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

CAG 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 CAGs justerade EBITA-marginal till 8,0%, vilket är lägre än för övriga noterade ITkonsulter 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 CAG 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

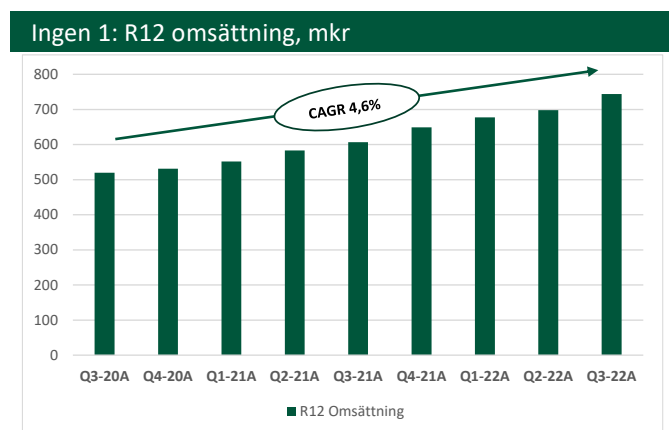
Vi värderar CAG genom en kombination av multipel- och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 114–117 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i korthet

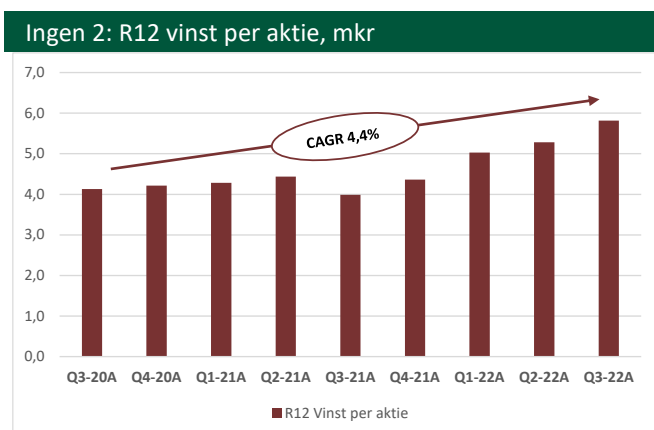
CAG redovisade en stark organisk tillväxt på 11,8% samt en förvärvad tillväxt om 20,6%. Den organiska tillväxten återspeglas i en ökad intäkt per konsult och dag. Drivarna av tillväxten var flera, men berodde framför allt på hög beläggning, viss prisökning samt tillväxt i de återkommande intäkterna, vilka uppgick till 20% av intäkterna.

Justerad EBITA ökade till 11,3 mkr (5,8 mkr) vilket motsvarar en marginal på 6,4% (4,3%). Marginalexpansionen drivs av samma faktorer som omsättning samt att Syntell hade ett starkt kvartal med höga marginaler.

Nedan syns omsättning och vinst per aktie rullande 12 månader. Under de två senaste åren har omsättningen ökat varje kvartal, trots pandemin. COVID-19 hade däremot effekt på marginalen vilket syns i utvecklingen för vinst per aktie. Under de senaste kvartalen har trenden i vinst per aktie blivit tydligt positiv och växer procentuellt klart snabbare än omsättningen under 2022.



Källa: CAG

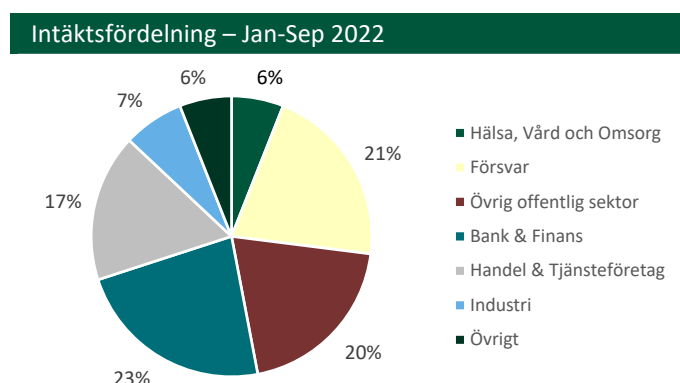


Källa: CAG

Stabila kundsegment

Majoriteten, 64%, av intäkterna kommer från segmenten försvar, offentlig sektor samt bank & finans. Det är tre segment där CAG ser ett fortsatt stort behov IT- och verksamhetskonsulter, då dessa segment är i fortsatt stort behov av digitalisering och effektivisering. När kunderna ställer om till mer digitala arbetssätt behöver både system och arbetssätt ändras eller uppdateras, vilket gynnar CAG.

Under kvartalet växte alla segment sina intäkter. Högst tillväxt var inom segmenten försvar, bank & finans samt industri, vilka ökade som andel av de totala intäkterna sedan föregående kvartal. Uppdrag inom både försvar och bank & finans innebär ofta långa och återkommande uppdrag då köparna oftast kräver erfarenhet från sektorn och uppdragen också är föremål för säkerhetsprövningar.



Källa: CAG

Aktiviteter för att nå de finansiella målen

CAGs finansiella mål är att 2025 nå en omsättning om 1 000 mkr med en EBITA-marginal på 10%. För att nå marginalmålet arbetar CAG utefter fyra punkter:

- Växa drifts- och förvaltnings affären
- Prisökningar
- Öka antalet konsulter i relation till icke debiterande medarbetare
- Öka effektiviteten

Den första punkten *växa drifts- och förvaltnings affären* innebär att öka intäkterna från en av bolagets mest lönsamma affärer. Drift- och förvaltning är en av de verksamheter där CAG idag har högst marginal.

CAG ser en fortsatt hög efterfrågan och att det finns möjlighet till prisökningar framöver. Detta skulle vara positivt för både omsättningen och marginalen.

Inom organisationen finns kapacitet att öka antalet konsulter utan att behöva öka antalet medarbetare som inte är faktureringsbara. Bolaget ser tendenser till att den tidigare hårt konkurrensutsatta rekryteringsmarknaden har börjat öppna upp och att potentiella medarbetare i ökad grad uppskattar att bidra till samhällsnytta.

Att öka effektiviteten innebär att bibehålla en beläggningsgrad samt att fortsätta vara kostnadseffektiva. Den viktigaste parametern för att öka en konsults intäkter är att öka debiteringsgraden. Med både ökad debiteringsgrad samt prisökning blir genomslaget på marginalen stor.

Prognosförändringar

Vi ser en fortsatt god efterfrågan på CAGs tjänster kommande år. Flera av segmenten ser en stark underliggande tillväxt. Vi bedömer att det finns stora behov av investeringar för att nå kraven på regelefterlevnad och krav på att leverera sina åtaganden. Exempelvis ser CAG en ökad efterfrågan på deras tjänster hos storbankerna och inom försvar. Det nya dotterbolaget Syntell har exempelvis BAE Systems Hägglunds som kund, vilka ser en kraftigt stigande efterfrågan på sina produkter.

Vi ser en ökad osäkerhet i omvärlden vilket kan skapa en rörelse bland konsulter. Osäkerheten i omvärlden kan gynna en aktör som CAG som har stabila kunder inom stabila sektorer samt en god finansiell ställning. Med knappa 100 mkr i kassan uppgår nettoskulden vid utgången av Q3 till ungefär 25 mkr, inklusive leasingskulder. Soliditeten vid samma tidpunkt uppgick till 45,5%.

Med bakgrund av ovan ser vi att CAG är ett stabilt konsultbolag som står rustat för att kunna dra nytta av en osäkrare framtid. Vi höjer därför våra prognoser för innevarande år samt för 2023 och 2024 tack vare de senaste kvartalens starka organiska tillväxt och marginalexpansion. Vidare ser vi att CAG har en finansiellställning och en decentraliserad struktur som öppnar upp för ytterligare förvärv om tillfälle ges. Anledningen till att EBIT och EPS minskar något under 2022 och 2023 beror på ökade avskrivningar.

Estimatförändringar

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Intäkter	780	889	949
Tillväxt	20%	14%	7%
EBIT (adj)	64,5	73,6	87,7
Rörelsemarginal (adj)	8,3%	8,3%	9,2%
EPS (adj)	6,88	7,61	9,16
DPS	3,20	3,40	3,50
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Intäkter	771	870	904
Tillväxt	18%	13%	4%
EBIT (adj)	65,0	75,0	80,0
Rörelsemarginal (adj)	8,4%	8,6%	8,8%
EPS (adj)	7,0	7,9	8,40
DPS	3,20	3,40	3,50
Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Intäkter	1%	2%	5%
EBIT (adj)	-1%	-2%	10%
EPS (adj)	-2%	-4%	9%
DPS	0%	0%	0%

Källa: EPB

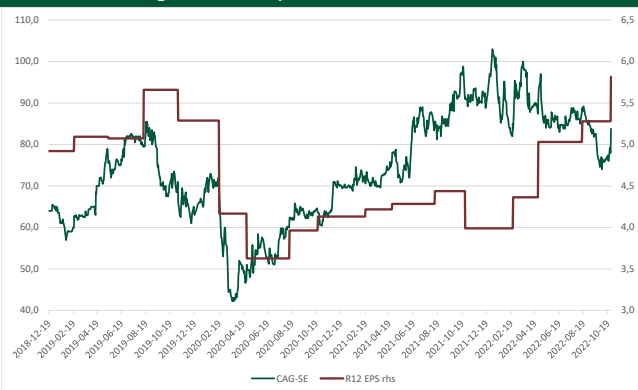
Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. Med bakgrund av bolagets starka utveckling höjer vi det motiverade värdet till 114–117 kr per aktie från tidigare 107–109 kr. Vi fortsätter att bedöma risken som låg, motiverat av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Nedan illustreras CAGs historiska utveckling samt PE-multipel.

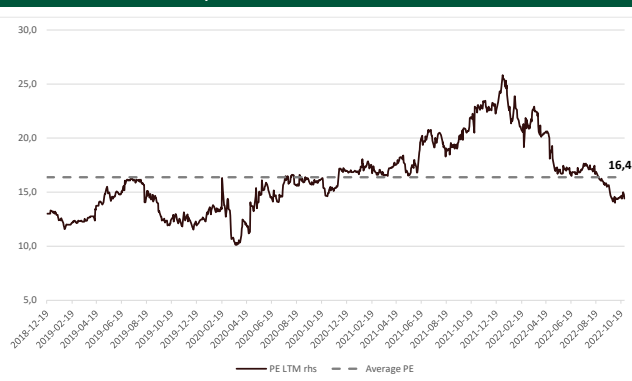
I grafen "Kursutveckling och vinst per aktie, rullande 12m" syns hur priset har följt utvecklingen av vinst per aktie relativt väl. I grafen "Historisk PE-multipel" syns hur CAG historiskt varit värderad med ett medel på 16,4. Värderingen är i dagsläget under medel trots att bolaget redovisat god vinsttillväxt under de senaste kvartalen. Vi bedömer att CAG bör värderas i linje med sitt historiska snitt.

Kursutveckling och vinst per aktie, rullande 12m



Källa: EPB, Factset

Historisk PE-multipel



Källa: EPB, Factset

Vi väljer att värdera CAG på 2023 års vinst per aktie, 7,1 kr, med bolagets historiska PE-multipel på 16,4. Det indikerar ett motiverat värde om 117 kr per aktie. En PE-multipel på 16,4 är lite över jämförelsegruppen i snitt. Vi motiverar detta med CAGs stabila kundsegment samt bolagets goda finansiella ställning.

Känslighetstabell

		Vinst per aktie, 2023				
		5,7	6,4	7,1	7,8	8,5
PE	15,8	90	101	112	123	135
	16,1	92	103	114	126	137
	16,4	93	105	117	128	140
	16,7	95	107	119	131	142
	17,0	97	109	121	133	145

Källa: EPB

Liknande bolags värdering

Bolag	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	EPS	EV/Sales	P/E
B3	13%	11%	9,59	1,2x	15,1x
Knowit	12%	7%	14,41	1,0x	13,6x
Precio	14%	8%	1,71	1,3x	21,3x
Softernic	15%	13%	1,57	1,4x	14,7x
Medel	14%	10%		1,2x	16,2x
Median	14%	10%		1,2x	14,9x

Källa: EPB, Factset

Vi använder även en kassaflödesvärdering vilken motiverar ett värde på 114 kr per aktie.

Kassaflödesanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)				Risk free nominal rate		Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)				Risk premium							
Enterprise value				Extra risk premium							
Latest net debt				Beta							
Minority interests & other				Cost of equity							
Equity value				Cost of debt (pre-tax)							
No. of shares outstanding (millions)				Tax rate							
Equity value per share (SEK)				Target debt/(debt + equity)							
				WACC							

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	649	777	887	946
Övriga rörelseintäkter	3	4	2	3	1	4	3	3	3
Totala intäkter	344	395	489	488	533	653	780	889	949
Kostnad sålda varor	-196	-225	-278	-278	-290	-347	-385	-440	-465
Bruttovinst	147	170	211	210	242	306	395	449	484
Övriga rörelsekostnader	-56	-67	-66	-46	-41	-51	-66	-74	-79
EBITDA, justerad	38	43	46	61	63	73	88	104	117
EBIT, justerad	28	32	33	38	38	42	58	69	84
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	-1	-2	-1	0	0
EBIT	28	32	33	37	37	40	58	69	84
Finansiella poster	0	1	3	-2	-1	-2	-3	-5	-5
Resultat före skatt	28	33	35	36	36	38	55	64	78
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-8	-12	-13	-16
Nettoresultat, justerad	22	25	27	27	28	32	44	51	62
Nettoresultat	22	25	27	27	28	30	43	51	62

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	28	32	33	37	37	40	58	69	84
Övriga kassaflödespåverkande poster	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	2	10	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	52	73	83	94
Investeringar	-7	-15	-15	-3	-2	-1	-2	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	51	69	81	91
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-23	-24
Nyemission / återköp	0	11	77	5	0	13	0	0	0
Förvärv	-14	-18	-2	-9	-19	-75	-53	0	0
Förändringar av lån	14	8	2	-12	-8	18	63	0	0
Övriga poster	0	0	-26	0	0	0	0	-2	0
Kassaflöde	15	13	54	0	-8	-36	34	25	33
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-72	-23	8	-17	-50

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	163	213	213	213
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	21	30	25	22
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	28	33	38	43
Finansiella anläggningstillgångar	1	3	2	2	2	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	54	106	109	130	160	216	281	280	283
Kundfordringar	75	95	100	88	89	126	149	159	170
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	28	34	36	38
Likvida medel och kortfristiga placeringar	57	70	124	123	116	81	115	139	173
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	236	297	334	382
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	453	578	615	664
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	234	266	294	331
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	234	266	294	331
Långfristiga räntebärande skulder	19	31	17	10	2	23	71	71	71
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	7	15	2	9	7	7
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	55	115	113	113
Kortfristiga räntebärande skulder	21	22	12	8	8	12	24	24	24
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	39	46	50	53
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0	5	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	164	197	208	220
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	453	578	615	664

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	15%	24%	N.m.	9%	23%	19%	14%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	15%	6%	35%	2%	15%	21%	18%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	-	12%	3%	15%	N.m.	12%	39%	18%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	17%	N.m.	N.m.	2%	9%	32%	16%	22%
Bruttomarginal	42,9%	43,1%	43,2%	43,1%	45,5%	46,9%	50,6%	50,5%	51,0%
EBITDA-marginal	10,9%	10,9%	9,3%	12,6%	11,7%	10,9%	11,2%	11,6%	12,3%
EBITDA-marginal, justerad	10,9%	10,9%	9,3%	12,6%	11,8%	11,1%	11,3%	11,6%	12,3%
EBIT-marginal	8,2%	8,0%	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	7,4%	7,8%	8,8%
EBIT-marginal, justerad	8,2%	8,0%	6,7%	7,7%	7,0%	6,5%	7,5%	7,8%	8,8%
Vinst-marginal, justerad	6,3%	40,5%	5,6%	5,6%	5,3%	4,9%	5,6%	5,7%	6,6%

Källa: EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	33%	20%	15%	14%	15%	17%	18%	20%
ROCE, justerad	-	26%	17%	16%	15%	16%	17%	17%	19%
ROIC, justerad	-	53%	36%	33%	30%	24%	24%	25%	30%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kundfordringar / totala intäkter	22%	24%	20%	18%	17%	19%	19%	18%	18%
Leverantörsskulder / KSV	9%	12%	6%	8%	9%	11%	12%	11%	11%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	101%	98%	70%	82%	72%	70%	64%	60%	60%
Rörelsekapital / totala intäkter	0%	1%	1%	-2%	-2%	0%	1%	1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	3,3x	2,8x	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,0x	2,1x	2,1x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-72	-23	8	-17	-50
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	52%	46%	48%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,2x	-0,4x	-0,4x	-0,3x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-0,5x	-0,4x	-1,5x	-1,3x	-1,1x	-0,3x	0,1x	-0,2x	-0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	4,53	5,29	4,85	4,17	4,22	4,42	6,04	7,11	8,69
EPS, justerad	4,53	5,29	4,85	4,19	4,29	4,67	6,15	7,11	8,69
FCF per aktie	4,74	4,75	2,09	8,56	8,72	7,47	9,78	11,3	12,7
Utdelning per aktie	2,30	2,50	2,60	2,90	3,00	3,10	3,20	3,40	3,50
Eget kapital per aktie	13,5	18,6	31,1	28,1	29,6	33,4	37,4	41,0	46,3
Antal aktier vid årets slut, m	4,78	4,80	5,82	6,85	6,95	7,00	7,10	7,16	7,16
Antal aktier efter utspädning, snitt	4,78	4,80	5,66	6,53	6,63	6,84	7,10	7,16	7,16

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-	-	13,5x	15,7x	16,2x	20,8x	13,6x	11,8x	9,6x
P/EK	-	-	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,2x	2,0x	1,8x
P/FCF	-	-	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	8,6x	7,4x	6,6x
FCF-yield	-	-	3%	13%	13%	8%	12%	13%	15%
Direktavkastning	-	-	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	3,8%	4,1%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	50,8%	47,3%	53,6%	69,1%	69,9%	66,4%	52,0%	47,9%	40,3%
EV/Sales	-	-	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	-	-	6,8x	6,1x	6,5x	9,0x	6,9x	5,6x	4,7x
EV/EBIT, justerad	-	-	9,5x	10,0x	11,0x	15,6x	10,3x	8,4x	6,6x
EV	-	-	311	375	412	656	603	583	550
Aktiekurs	-	-	65,5	66,0	69,6	97,0	83,8	83,8	83,8

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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