



ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 16 augusti 2023

CAG Group

Stabilt kvartal trots negativa kalendereffekter

Utvecklingen i linje med våra förväntningar

Kvartalet var i stort som vi förväntat oss. Både omsättning och vinst var i linje med våra helårsförväntningar. Som bolaget kommunicerat sedan slutet av föregående år, har aktiviteten på marknaden minskat och konkurrensen ökat. Omsättningen steg med 15,8%, totalt, varav -4,1% organisk tillväxt. Den negativa organiska tillväxten beror på en negativ kalendereffekt, kvartalet innehöll en dag färre än föregående år, samt minskade intäkter, och därmed även lägre kostnader, från underkonsulter. Det medförde en negativ effekt på omsättningen, men en lätt positiv effekt på marginalen.

Exponerade mot stabila sektorer med fortsatt efterfrågan

Vi sänker den förväntade tillväxttakten med 1 procentenhet under kommande år till följd av ett lugnare marknadsklimat. Med bakgrund av att en stor andel av CAG:s intäkter, omkring 75%, kommer från sektorerna Försvar, Bank & Finans och Offentlig sektor räknar vi med att CAG kommer att fortsätta att leverera tillväxt. Sektorerna har fortsatt stort behov av digitalisering, effektivisering och förstärkt säkerhet, vilket kommer fortsätta att driva efterfrågan på CAG:s kompetens. Tack vare bolagets stabila finansiella ställning bedömer vi att det finns goda möjligheter för ytterligare förvärv, för att öka tillväxttakten.

Fortsätter att framstå som det stabilaste bolaget i sektorn

CAG är den sista av IT-konsulterna att rapportera sina Q2'23 siffror. En röd tråd har varit att alla upplever en mer avvaktande marknad där flera har haft svårt att upprätthålla belägningsgraden och därmed marginalerna. Till skillnad från branschkollegorna lyckades CAG behålla marginalen på samma nivå som föregående år, vilket visar att efterfrågan på CAG:s konsulter är fortsatt god. Vi sänker vårt motiverade värde till 118-120 kr per aktie från tidigare 120-123.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	-0,9%	-2,5%	-3,5%	Totala intäkter	800	883	925	971	Motiverat värde
EBITDA, just.	-2,8%	-4,0%	-5,0%	Tillväxt	22%	10%	5%	5%	118 - 120 SEK
EPS, just.	-4,0%	-1,7%	-4,1%	EBITDA, just.	94	101	111	117	Aktiekurs
				EBIT, just.	66	72	84	90	Riskenivå
				EPS, just.	6,9	7,2	8,7	9,4	
				EPS-tillväxt, just.	48%	4%	21%	8%	
				EK/aktie	38,3	41,4	46,3	51,5	
				Utdelning per aktie	3,6	3,8	4,2	4,2	
				EBIT-marginal	8,1%	8,2%	9,1%	9,3%	
				ROE, just.	19,4%	18,2%	19,8%	19,2%	
				ROCE, just.	19,5%	18,8%	21,2%	21,1%	
				EV/Sales	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	
				EV/EBITDA	6,5x	6,4x	5,8x	5,5x	
				EV/EBIT	9,3x	9,0x	7,7x	7,2x	
				P/E, just.	12,7x	13,0x	10,7x	9,9x	
				P/EK	2,3x	2,3x	2,0x	1,8x	
				Direktavkastning	4,1%	4,1%	4,5%	4,5%	
				FCF yield	14%	12%	12%	13%	
				Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	

Kommande händelser

Q3 - rapport	27 oktober 2023
Q4 - rapport	

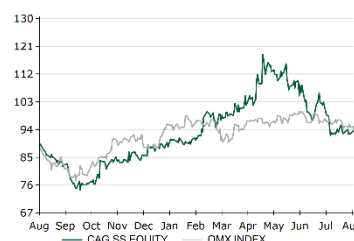
Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	7,2m
Börsvärde	669
Nettoskuld	-21
EV	649
Free float	60%
Daglig handelsvolym, snitt	3k
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY

Analytiker

Hugo Lisjo	
hugo.lisjo@penser.se	

Kursutveckling 12 mån



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 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 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 118–120 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i detalj

Kvartalets stora händelse är förvärvet av det Norrköpingsbaserade konsultbolaget Etendo som utvecklar e-handelslösningar på plattformarna Adobe Magento och Wordpress. Det är ett för CAG relativt litet förvärv och förvärvades till fullo med egen kassa. Omsättningen i Etendo uppgick under 2022 till 8,2 mkr och bolaget gick med god lönsamhet. Etendos kundlista innehåller ett antal namnkunniga bolag så som Pantamera, Packoplock och Weibulls, för att endast nämna några. Förvärvet passar bra in i CAG Ateles som är koncernens e-handelskonsultbolag och har sitt huvudkontor i Linköping.

På nykundslistan återfinns bland annat Engelsons inom E-handeln och Industrifonden inom finans. Engelsons är en av Sveriges största e-handlare inom friluftsegmentet och omsatte enligt Allabolag ca 570 mkr under 2022 och hade en vinstmarginal på dryga 13%. CAG kommer att hjälpa Engelsons med implementationen av ett nytt PIM och DAM-system från Pimcore. Systemen kommer att underlätta sortimentsplanering, contenthantering och se till så att kunderna får all relevant information om produkterna.

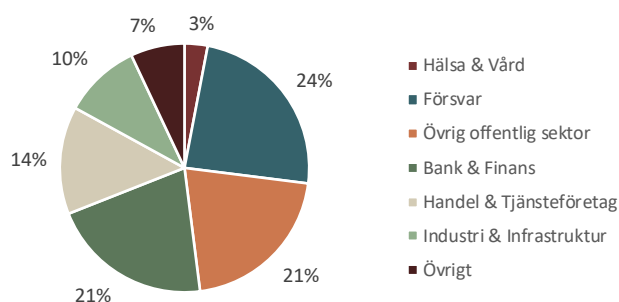
Avtalet med Industrifonden avser arbete för att modernisera företagets it-lösning som modern säkerhet och arbetsplatslösningar, nätverk & kommunikation samt lagringsarbete med både on-premise servrar och molntjänster. Avtalet slöts under slutet av kvartalet.

Finansiell utveckling

Nettoomsättningen uppgick till 222,9 mkr (192,5), motsvarande en tillväxt om 15,8% (12,2), varav -4,1% (10,0) organisk och 19,9% (2,2) förvärvad tillväxt. Den negativa organiska tillväxten är hänförlig den negativa kalendereffekten med en dag färre jämfört med föregående år samt lägre intäkter från underkonsulter för jämförbara enheter. Justerad EBITA uppgick till 19,6 mkr (17,4), vilket är en ökning i absoluta tal, men en knapp marginalminskning 8,8% (9,0). Till följd av högre räntekostnader uppgick resultatet till 12,0 mkr, vilket är på samma absoluta nivå som föregående år.

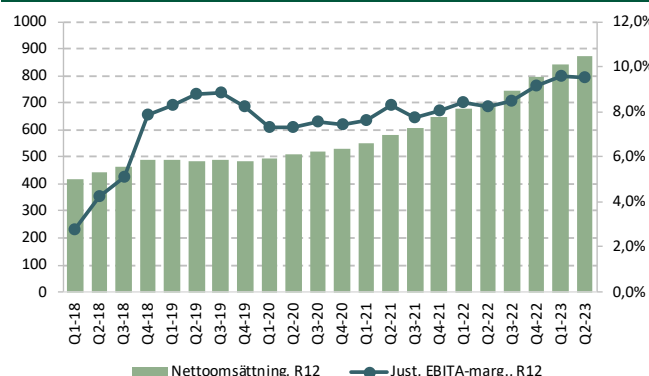
Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 35,2 mkr (24,9). Det starka kassaflödet används fortsatt för att amortera ca 7 mkr per kvartal, vilket kommer att minska de finansiella kostnaderna framöver och stärka resultatet.

Förvarssektorn är kvartalets enskilt största segment



Källa: CAG, EPB

R12 omsättningen stiger och marginalen bibehålls



Källa: CAG, EPB

Prognosförändringar

Kvartalet kom in i linje med vad vi räknar med för att nå våra helårsprognoser. Det starka momentum som rådde i marknaden under 2022 börjar nu avta, vilket gör att vi sänker tillväxttakten med ungefär 1 procentenhet för kommande år. Generellt växer konsultmarknaden ungefär i takt med BNP. Vi räknar med att CAG ska klara att växa snabbare än marknaden tack vare deras höga exponering mot relativt stabila sektorer som fortsatt kommer att ha stort behov av IT-kompetens. Vi bedömer att CAG i en marknad med högre konkurrens kommer att kunna gynnas av sin högre andel seniora konsulter, jämfört med många andra. När konkurrensen ökar kommer kunderna att prioritera konsulter med längre erfarenhet.

Vi räknar således med att CAG kommer att behöva addera ytterligare ett förvärv för att nå sina finansiella mål om 1 mdr i omsättning år 2025. Med tanke på bolagets finansiella ställning och möjlighet att emittera upp till 20% nya aktier ser vi inte att detta kommer att vara några konstigheter om de finner rätt objekt.

Vi genomföra endast en mindre sänkning av omsättningsökningen

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser				Förändring (%)			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	797	879	922	968	797	887	945	1 003	0%	-1%	-2%	-3%
Bruttomarginal	50,9%	50,8%	51,4%	51,6%	50,9%	50,8%	51,4%	51,4%	0,0 pp	0,0 pp	0,0 pp	0,0 pp
EBITDA, justerad	94	101	111	117	94	104	116	123	0%	-3%	-4%	-5%
EBITDA-marg.	11,9%	11,5%	12,1%	12,1%	11,9%	11,7%	12,3%	12,3%	0,0 pp	-0,2 pp	-0,2 pp	-0,2 pp
EBIT, justerad	66	72	84	90	66	74	86	95	0%	-3%	-3%	-5%
EBIT-marg.	8,2%	8,2%	9,1%	9,3%	8,2%	8,3%	9,1%	9,4%	0,0 pp	-0,2 pp	0,0 pp	-0,1 pp

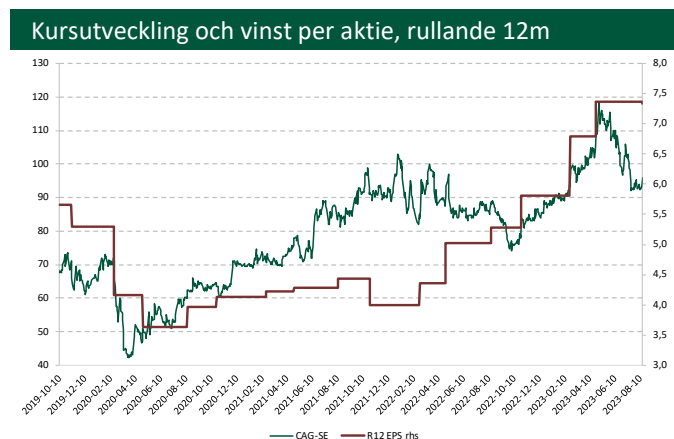
Källa: CAG, EPB

Värdering

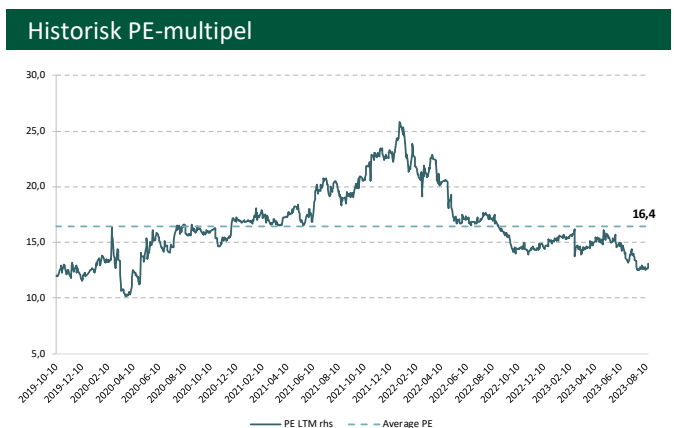
Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. Med bakgrund av marknadens avtagande momentum sänker vi det motiverade värdet till 118-120 kr per aktie från tidigare 120-123 kr. Vi bedömer risken som relativt låg, motiverat av den stabila kundbasen och den starka finansiella 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 16,4x. 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.



Källa: CAG, EPB, Factset 2023-08-15



Källa: CAG, EPB, Factset 2023-08-15

Vi väljer att värdera CAG på 2023 års vinst per aktie, 7,2 kr, med bolagets historiska PE-multipel på 16,4. Det indikerar ett motiverat värde om 118 kr per aktie. En PE-multipel på 16,3 är över jämförelsegruppens snitt, men det motiveras av att CAG behållit sina marginaler och har en starkare finansiell ställning.

Känslighetstabell					
Vinst per aktie, 2023					
	5,8	6,5	7,2	7,9	8,7
15,8	91	103	114	125	137
16,1	93	104	116	128	139
16,4	95	106	118	130	142
16,7	96	108	120	132	145
17,0	98	110	123	135	147

Källa: CAG, EPB, Factset 2023-08-15

Liknande bolags värdering					
Bolag	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	EPS	EV/Sales	P/E
B3	12%	10%	10,83	0,8x	9,5x
Knowit	10%	5%	9,35	0,7x	15,9x
Precio	14%	8%	1,73	1,0x	19,3x
Softronic	12%	10%	1,18	1,0x	13,1x
Medel	12%	8%		0,9x	14,5x
Median	12%	9%		0,8x	14,5x
C.A.G	11,4%	8,1%	7,21	0,7x	13,3x

Källa: CAG, EPB, Factset 2023-08-15

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 119 kr per aktie.

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	496			Risk free nominal rate	2.5%			Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	338			Risk premium	5.5%								
Enterprise value	834			Extra risk premium	3.6%								
Latest net debt	-16			Beta	1.0								
Minority interests & other	0			Cost of equity	11.6%								
Equity value	850			Cost of debt (pre-tax)	0.0%								
No. of shares outstanding (millions)	7.2			Tax rate	21%								
Equity value per share (SEK)	119			Target debt/(debt + equity)	0%								
Implicit multipl.				Terminal value assumptions									
EV/Sales	2022	2023	2024	Long term growth rate	3.0%			Long-term EBIT margin					
EV/EBITDA	1.0	0.9	0.9	Long term EBIT margin	9.0%								
EV/EBIT	8.9	8.2	7.5	Depreciation (% of sales)	4.9%								
EV/NOPLAT	12.9	11.6	10.0	Capex (% of sales)	5.3%								
P/E	16.2	14.6	12.5	Working cap. (% of sales)	1.7%								
ROIC/WACC				Tax rate	21%								
Current Share price			95.8										

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	391	487	485	532	649	797	879	922	968
Övriga rörelseintäkter	4	2	3	1	4	3	4	3	3
Totala intäkter	395	489	488	533	653	800	883	925	971
Kostnad sålda varor	-225	-278	-278	-290	-347	-391	-432	-448	-468
Bruttoresultat	170	211	210	242	306	409	450	477	503
Försäljningskostnader	-36	-68	-72	-106	-144	-213	-232	-244	-259
Administrationskostnader	-25	-31	-31	-32	-39	-43	-48	-50	-52
Övriga rörelsekostnader	-67	-66	-46	-41	-51	-58	-69	-71	-74
EBITDA	43	46	61	63	71	94	101	111	117
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-1	-2	-1	0	0	0
EBITDA, justerad	43	46	61	63	73	94	101	111	117
EBITA, justerad	43	46	61	63	73	94	101	111	117
EBIT	32	33	37	37	40	65	72	84	90
EBIT, justerad	32	33	38	38	42	66	72	84	90
Finansnetto	1	3	-2	-1	-2	-3	-6	-5	-5
Resultat före skatt	33	35	36	36	38	62	66	79	85
Resultat före skatt, justerad	33	35	36	36	40	63	66	79	85
Total skatt	-8	-8	-9	-8	-8	-14	-15	-16	-17
Nettoresultat	25	27	27	28	30	48	52	62	67
Nettoresultat, justerad	25	27	27	28	32	49	52	62	67
Intäkstillväxt	-	24%	0%	9%	23%	22%	10%	5%	5%
Bruttomarginal	43,6%	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,2%	51,7%	51,9%
EBIT-marginal, justerad	8,1%	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,2%	9,1%	9,3%
EPS, justerad	5,29	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,21	8,70	9,40
EPS-tillväxt, justerad	-	-8%	-13%	2%	9%	48%	4%	21%	8%

Källa: CAG Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	32	33	37	37	40	65	72	84	90
Övriga kassaflödesposter	8	-3	8	7	10	8	4	6	4
Förändringar i rörelsekapital	-3	-2	16	17	2	18	10	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	37	27	61	61	52	90	86	89	94
Investeringar i anläggningstillgångar	-15	-15	-3	-2	-1	-1	-3	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-2	-1	0	-1	-3	-6	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-15	-16	-5	-4	-1	-3	-6	-7	-8
Fritt kassaflöde	23	12	56	58	51	88	80	82	86
Förvärv och avyttringar	-18	-2	-9	-19	-75	-53	-13	0	0
Nyemission / återköp	11	77	5	0	13	0	0	0	0
Förändring av skulder	8	2	-12	-8	18	56	-28	-7	0
Utdelningar	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-26	-27	-30
Övriga poster	0	-22	-24	-19	-21	-20	-17	-18	-19
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-10	42	-56	-65	-87	-39	-84	-53	-49
Kassaflöde	13	54	0	-8	-36	48	-4	29	37
Nettoskuld	-17	-70	-77	-72	-23	-16	-41	-77	-114

Källa: CAG Group, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	75	74	85	106	163	213	215	215	215
Övriga immateriella tillgångar	1	1	5	9	21	30	26	24	23
Materiella anläggningstillgångar	27	29	35	40	28	29	28	27	28
Finansiella anläggningstillgångar	3	2	2	2	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	0	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	106	109	130	160	216	275	272	270	270
Kundfordringar	95	100	88	89	126	147	149	159	167
Övriga omsättningstillgångar	10	12	16	23	28	34	35	37	39
Likvida medel och kortfristiga placeringar	70	124	123	116	81	129	125	154	191
Summa omsättningstillgångar	175	235	228	227	236	310	309	350	397
SUMMA TILLGÅNGAR	281	343	358	387	453	585	581	620	666
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	90	181	192	206	234	272	297	332	369
Summa eget kapital	90	181	192	206	234	272	297	332	369
Långfristiga räntebärande skulder	31	17	10	2	23	59	31	24	24
Långfristiga leasingskulder	0	18	13	17	10	9	11	11	11
Övriga långfristiga skulder	36	11	21	33	22	25	25	25	25
Summa långfristiga skulder	67	46	43	52	55	93	67	60	60
Kortfristiga räntebärande skulder	22	12	8	8	12	29	29	29	29
Leverantörsskulder	26	16	21	26	39	51	52	55	58
Kortfristiga leasingskulder	0	6	16	17	14	16	13	13	13
Övriga kortfristiga skulder	77	82	77	79	99	125	124	131	138
Summa kortfristiga skulder	125	116	122	129	164	220	217	228	237
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	281	343	358	387	453	585	581	620	666

Källa: CAG Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	24%	0%	9%	23%	22%	10%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	6%	35%	2%	15%	30%	7%	10%	5%
EBIT-tillväxt, justerad	-	3%	15%	0%	12%	55%	10%	17%	8%
EPS-tillväxt, justerad	-	-8%	-13%	2%	9%	48%	4%	21%	8%
Bruttomarginal	43,6%	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,2%	51,7%	51,9%
EBITDA-marginal	11,0%	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,5%	12,1%	12,1%
EBITDA-marginal, justerad	11,0%	9,4%	12,7%	11,9%	11,2%	11,9%	11,5%	12,1%	12,1%
EBIT-marginal	8,1%	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,2%	9,1%	9,3%
EBIT-marginal, justerad	8,1%	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,2%	9,1%	9,3%
Vinst-marginal, justerad	6,5%	5,6%	5,6%	5,4%	4,9%	6,2%	5,9%	6,8%	7,0%

Källa: CAG Group, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	20%	15%	14%	15%	19%	18%	20%	19%
ROCE, justerad	Neg.	17%	16%	15%	16%	20%	19%	21%	21%
ROIC, justerad	Neg.	36%	33%	30%	24%	28%	28%	33%	35%

Källa: CAG Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	24%	20%	18%	17%	19%	18%	17%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	12%	6%	8%	9%	11%	13%	12%	12%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	35%	26%	29%	27%	28%	31%	28%	28%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	1%	3%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	2,8x	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,1x	2,3x	2,3x	2,2x

Källa: CAG Group, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-17	-70	-77	-72	-23	-16	-41	-77	-114
Soliditet	32%	53%	54%	53%	52%	46%	51%	54%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,4x	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-0,4x	-1,5x	-1,3x	-1,1x	-0,3x	-0,2x	-0,4x	-0,7x	-1,0x

Källa: CAG Group, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	5,29	4,85	4,17	4,22	4,42	6,79	7,21	8,70	9,40
EPS, justerad	5,29	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,21	8,70	9,40
FCF per aktie	4,75	2,09	8,56	8,72	7,47	12,3	11,2	11,4	12,0
Utdelning per aktie	2,50	2,60	2,90	3,00	3,10	3,60	3,80	4,20	4,20
Eget kapital per aktie	18,6	31,1	28,1	29,6	33,4	38,3	41,4	46,3	51,5
Antal aktier vid årets slut, m	4,80	5,82	6,85	6,95	7,00	7,11	7,17	7,17	7,17
Antal aktier efter utspädning, snitt	4,80	5,66	6,53	6,63	6,84	7,11	7,17	7,17	7,17

Källa: CAG Group, EPB

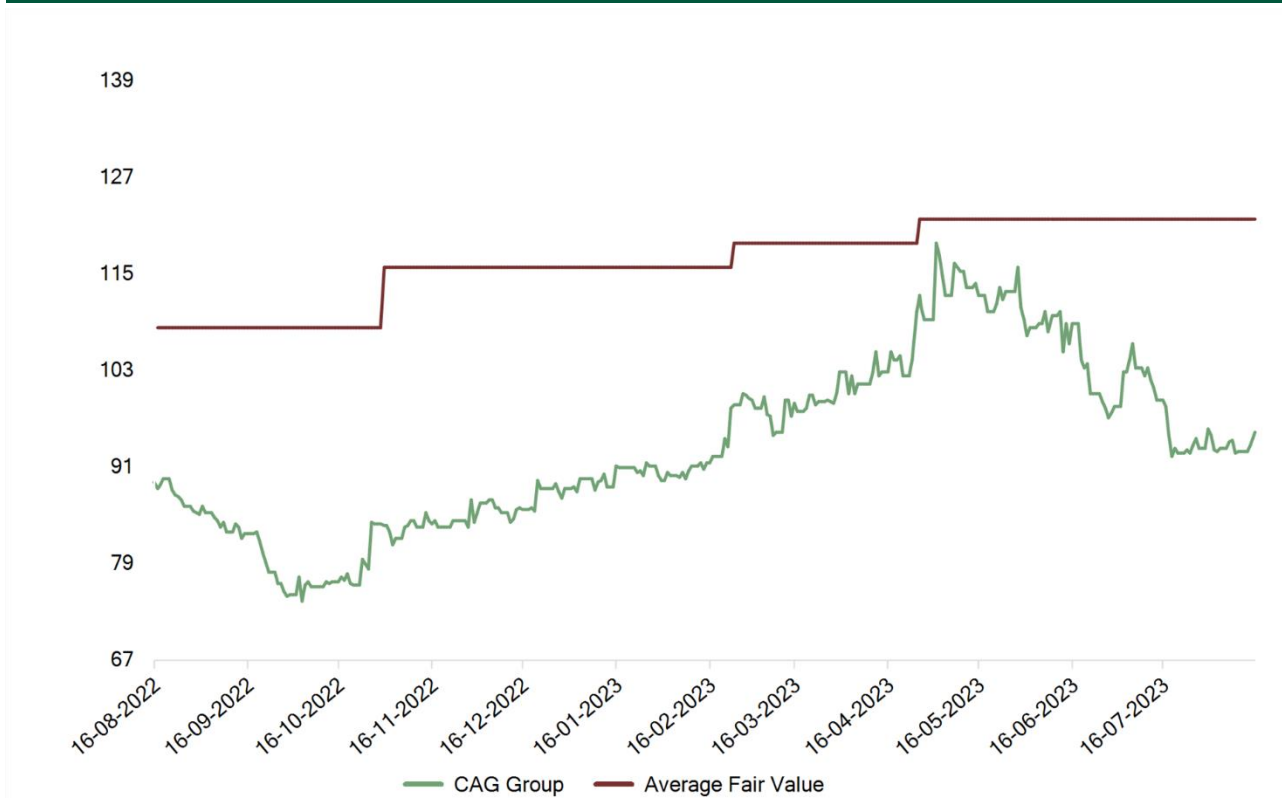
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	13,5x	15,7x	16,2x	20,8x	12,7x	13,0x	10,7x	9,9x
P/EK	Neg.	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,3x	2,3x	2,0x	1,8x
P/FCF	Neg.	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	7,1x	8,4x	8,2x	7,8x
FCF-yield	Neg.	3%	13%	13%	8%	14%	12%	12%	13%
Direktavkastning	Neg.	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	4,1%	4,5%	4,5%
Utdelningsandel, justerad	47,3%	53,6%	69,1%	69,9%	66,4%	52,2%	52,7%	48,3%	44,7%
EV/Sales	Neg.	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	6,8x	6,1x	6,5x	9,0x	6,5x	6,4x	5,8x	5,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	9,5x	10,0x	11,0x	15,6x	9,3x	9,0x	7,7x	7,2x
EV	Neg.	309	375	412	656	609	649	649	649
Aktiekurs	-	65,5	66,0	69,6	97,0	88,0	93,4	93,4	93,4

Källa: CAG Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

CAG Group (CAG SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 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 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