



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 10 July 2020

C.A.G

Kvalitet kostar inte (än)

700 Mkr i omsättning fortfarande inom räckhåll

C.A.G har nu varit noterade i ~1,5 år, och det är ungefär lika lång tid kvar till utgången av 2021, vilket är så länge nuvarande finansiella mål sträcker sig. Bolaget har en bra historik av värdeskapande förvärv och vi konstaterar att det fortfarande finns goda möjligheter att nå målen om man kan fortsätta att förvärva som tidigare och upprätthålla en viss organisk tillväxt.

Högre marginalmål i sikte därefter

På sikt borde C.A.G kunna höja sitt marginalmål från dagens 8% på justerad EBIT mot åtminstone 10%, där de flesta övriga noterade sektorkolleger ligger. Detta eftersom det inte finns något som talar för att C.A.G har strukturellt sämre förutsättningar för lönsamhet än andra, och att marginalerna bör kunna vässas i takt med att man fortsätter växa. Vi bedömer dock att en höjning kan bli aktuell först efter 2021.

Dagens värdering är alltför låg

Idag värderas C.A.G lägst i sektorn, trots högre underliggande lönsamhet än snittet och en stor del av intäkterna från den mindre konjunkturkänsliga offentliga sektorn. Bolaget bör därför vara intressant som uppköpsobjekt hos såväl konkurrenter som finansiella aktörer. Vårt motiverade värde på 70-72 kr per aktie betyder medelhög potential till låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	70.00 - 72.00	
EPS, just 20e	3.81	3.81	0.0%	Sales,m	485	534	571	616	Current price	53.00
EPS, just 21e	5.23	5.23	0.0%	Sales Growth	(0.2)%	10.1%	6.8%	8.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	5.41	5.41	0.0%	EBITDA, m	63	63	73	74	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	38.8	34.9	46.7	50.2		
				EPS, adj	4.10	3.81	5.23	5.41		
				EPS Growth	(25.4)%	(7.0)%	37.1%	3.5%		
				Equity/Share	28.9	29.9	31.7	34.1		
				Dividend	2.90	2.90	3.10	3.20		
				EBIT Marginal	8.0%	6.5%	8.1%	8.1%		
				ROE (%)	15.0%	13.5%	17.8%	17.2%		
				ROCE	15.4%	13.2%	17.8%	18.0%		
				EV/Sales	0.59x	0.54x	0.50x	0.46x		
				EV/EBITDA	4.6x	4.5x	3.9x	3.8x		
				EV/EBIT	7.4x	8.2x	6.1x	5.7x		
				P/E, adj	12.9x	13.9x	10.1x	9.8x		
				P/Equity	2.8x	2.8x	2.7x	2.6x		
				Dividend yield	4.4%	5.5%	5.8%	6.0%		
				FCF yield	11.2%	5.4%	8.9%	9.3%		
				Net Debt/EBITDA	(1.2)g	(1.0)g	(0.8)g	(1.0)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån			
Delårsrapport Q2 2020	2020-08-13				
Delårsrapport Q3 2020	2020-10-23				
Bokslutskommuniké 2020	2021-02-19				

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	6.6m	oscar.holm@penser.se	
Market cap, mkr	352	Analysavdelningen	
Nettoskuld, mkr	(66)		
EV, mkr	286		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	6.3(k)		
Reuters/Bloomberg	CAG.SS		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 10 July 2020

Sammanfattning

Kvalitet kostar inte (än)

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.

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 (30% 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.

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.

Bolaget har likt andra IT-konsulter en kapitallett affärsmodell vilket betyder hög kassagenerering och möjlighet till god direktavkastning eller värdeskapande förvärv.

Risikfaktorerna är framförallt allt utvecklingen för IT-marknaden generellt, som varit stark senaste åren men nu förväntas mattas av i spåren av Covid-19-krisen, beroendet av större kunder (de 10 största står för 42% av omsättningen), samt möjligheterna till att attrahera och behålla kompetent personal utan att skapa löneinflation.

Värdering

Vi värderar C.A.G genom en kombination av relativvärdering och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 70-72 kr, vilket betyder att aktien därmed erbjuder medelhög potential till låg risk, där risknivån motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Förvärvspotentialen: omsättningsmålet är inom räckhåll

Under de senaste fem åren har C.A.G genomfört fyra förvärv, vilka presenteras nedan. Aggregerad omsättning i de förvärvade bolagen har varit 230 Mkr, vilket motsvarar i snitt 57 Mkr per förvärv. Rörelsemarginalen har aggregerat varit något över den som C.A.G redovisat, dock med beaktande av att det i de förvärvade bolagen varit bitvis stora slag i lönsamheten mellan enskilda år. Värt att notera är att man förvärvat bolag till en EBIT-multipel på ~6x jämfört med bolagets egen snitt-multipel sedan noteringen på ~10x, vilket betyder att förvärvsverksamheten bör vara väsentligt värdeskapande.

C.A.G: Genomförda förvärv 2016-2020

Nyckeltal förvärv (Mkr)	Mawell Consulting	MER Consulting	Engvall Security	Consoden	Aggregerat
År	2016	2017	2019	2020	n/a
Omsättning	65	77	26	62	230
EBIT	6	10	2	4	22
EBIT-marginal	10%	13%	8%	6%	9%
Anställda	55	50	12	30	147
Köpeskilling	16	57	23	33	129
P/EBIT	2,6x	6,0x	10,5x	8,8x	5,9x

Not: Uppgift om omsättning avser året för förvärvet avseende Mawell, MER och Engvall. För Consoden avses 2019. Antal anställda är per förvärvstillfället för samtliga förutom Engvall, som avser 2018

Källa: Bolaget, UC, Erik Penser Bank

Med 1,5 år kvar till utgången av 2021 då C.A.G ska omsätta 700 Mkr på årsbasis så betyder det att man måste genomföra åtminstone två förvärv tills dess, om man utgår från hur förvärven hittills sett ut. Om man utgår ifrån en omsättning på ~60 Mkr per förvärv så kan två förvärv därmed addera 120 Mkr i omsättning. Som illustreras nedan räcker detta för att ta bolaget till 700 Mkr i omsättning, under förutsättning att man kan växa 3% per år organiskt under 2020 och 2021.

C.A.G: Förvärvspotential 2020-2021 (Mkr)

Omsättning 2019 pro forma inkl Consoden	547
Förvärvad omsättning 2020-2021	120
Summa	667
Omsättningsmål	700
Erforderlig organisk tillväxt t.o.m. 2021	33
Motsvarar % per år basis 2019	3%
Snittmultipel förvärv (P/EBIT)	6x
EBIT-marginal förvärvade bolag i snitt	9%
Implicit potentiellt förvärvad EBIT	11
Erforderlig köpeskilling	67
Kassa och bank Q1 2020	111
Räntebärande skulder Q1 2020	45
Nettokassa Q1 2020	66

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Kan man fortsätta förvärva för attraktiva multiplar kommer finansieringen heller inte vara några problem, vilket illustreras av att man per Q1 2020 har en bruttokassa som överstiger det illustrerade förvärvsbeloppet väsentligt.

C.A.G:s organisatoriska modell är enligt vår bedömning väl lämpad för att lyckas med förvärv, givet bolagets decentraliserade struktur. Genom att ge förvärvade bolag en hög grad av autonomi och frihet att fortsätta utvecklas som separat enheter istället för att införlivas i en stor koncern, samtidigt som de ges utvidgade möjligheter till nya affärer genom C.A.G-koncernens nätverk och ramavtal, blir man en attraktiv partner för mindre konsultbolag och entreprenörer som vill ta nästa steg. Dessa mervärden betyder att C.A.G bör kunna förvärva bolag till mer attraktiva multiplar än bolag med en mer toppstyrd modell. Bolagets struktur och hantering av förvärv bär vissa likheter med de på Stockholmsbörsen så framgångsrika förvärvsdrivna bolagen inom industri och handel, som löpande köper små nischade specialistbolag.

Vi anser också att C.A.G:s VD Åsa Landén Ericsson är viktig i sammanhanget, då hon förutom lång erfarenhet från ledande befattningar inom IT- och teknikbolag också har en bakgrund inom investeringsverksamhet. Därigenom har C.A.G en ledare som kan gifta samman industriell och finansiell logik i ett förvärv, något som inte alltid är helt självklart.

Även om vi inte explicit räknar med några förvärv i våra prognoser så gör vi sammanfattningsvis bedömningen att C.A.G har goda förutsättningar att nå omsättningsmålet genom selektiva förvärv och viss organisk tillväxt.

Marginalmålet: 8% bör kunna bli 10%

I avsnittet nedan jämför vi C.A.G med de fem svenska noterade IT-konsultbolag som enligt oss är mest lika C.A.G i storlek och verksamhet. Denna grupp på totalt sex bolag kallar vi hädanefter lite slarvigt för "IT-konsultsektorn".

C.A.G har det näst mest aggressiva tillväxtmålet i sektorn (efter Precio Fishbone), men det lägsta marginalmålet om 8% EBIT-marginal. Det vanligaste målet ligger på omkring 10%, vilket fyra av sex bolag siktar på, medan HiQ sticker ut uppåt med ett mål på 15%.

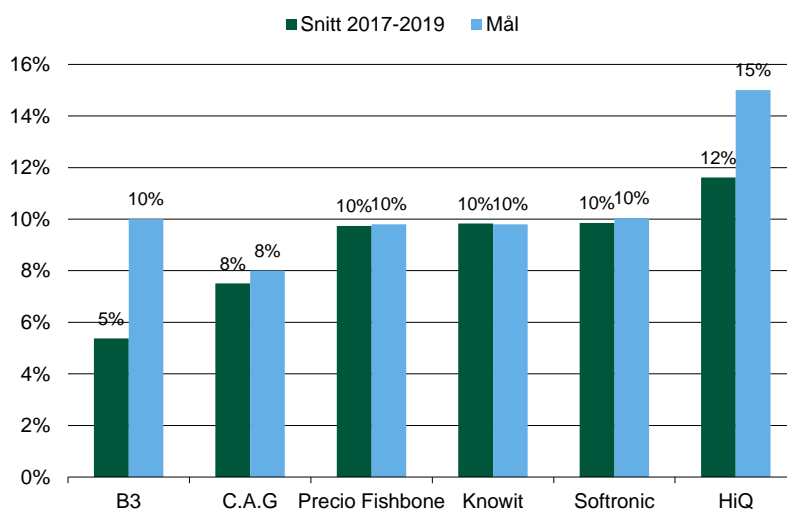
IT-konsultsektorn: Finansiella mål per bolag

Bolag	Tillväxtmål	Lönsamhetsmål	Skuldsättningsmål	Utdelningspolicy
B3	-6% CAGR 2020-2022	10% EBIT	<1,5x EBITA	<2/3 nettoresultat
C.A.G	~12% CAGR 2019-2021	>8% EBIT	n/a	>50% nettoresultat
HiQ	n/a	15% EBIT	n/a	~50% nettoresultat
Knowit	Organisk tillväxt > marknaden	>10% EBITA	<1x EBITA	Upprätthålla eller öka
Precio Fishbone	>15%	>10% EBITA	n/a	>50% nettoresultat
Softronic	>10%	>10% EBT	n/a	~50% nettoresultat

Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Över de senaste tre åren har de flesta bolag levererat på sina marginalmål, vilket tyder på att 10% EBIT-marginal inte är någon utopi även om det rätt högkonjunktur i branschen under perioden. Notera att vi för jämförelsens skull har översatt samtliga finansiella mål till EBIT-nivå och därför approximerat marginalmålet för de bolag som har målet på en annan resultatnivå än EBIT (t.ex. har ett EBITA-marginalmål översatts till ett EBIT-marginalmål genom att reducera nivån på EBITA-marginalmålet med det aktuella bolagets avskrivningar på immateriella anläggningstillgångar).

IT-konsultsektorn: Marginalmål vs utfall 2017-2019 (rapporterad EBIT)



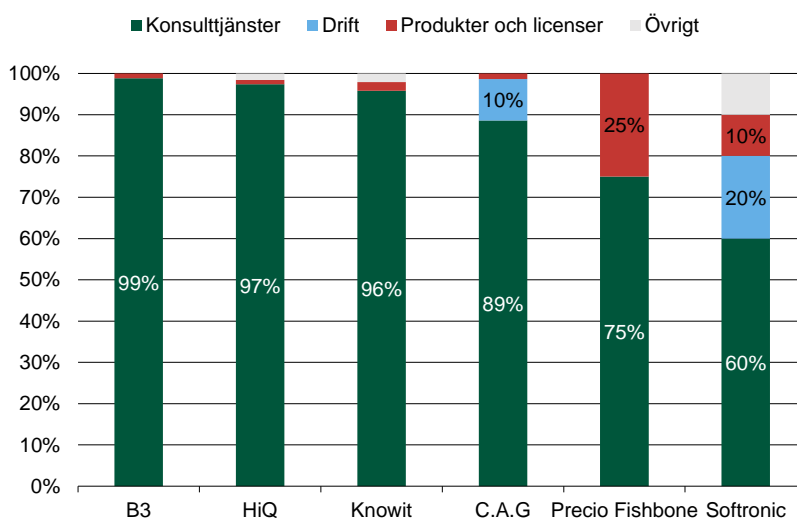
Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Det finns ett visst motsatsförhållande mellan tillväxt och lönsamhet – låg tillväxt betyder högre fokus på lönsamhet för att kunna generera vinsttillväxt – vilket kan vara en delförklaring till C.A.G:s lägre målsättning, och bolagets

utveckling under 2017-2019 pekar på att 8% varit en lämplig målsättning. Utifrån vad vi kunnat finna i analysen nedan så bör dock C.A.G på sikt kunna höja sitt marginalmål, eftersom man strukturellt har en lika bra eller bättre position än konkurrenterna.

C.A.G har till att börja med cirka 10% av intäkterna från IT-drift, vilket är en verksamhet med högre rörelsemarginal än konsulttjänster (CAG Datastöd har legat på i snitt 16% för de senaste offentliggjorda räkenskapsåren) och alltså borde fungera marginalstärkande för koncernen. Nedan redovisas en schematisk bild över hur stor försäljning bolagen i sektorn har av konsulttjänster i förhållande till andra intäkter utifrån vår bedömning. Det är en förenklad bild av verkligheten eftersom det inte finns fullständig jämförbarhet i redovisningen mellan bolagen (t.ex. är konsulttjänster ett mycket brett begrepp) men ger ändå en fingervisning om hur bolagens intjäning ser ut.

IT-konsultsektorn: Omsättningsfördelning per segment 2019

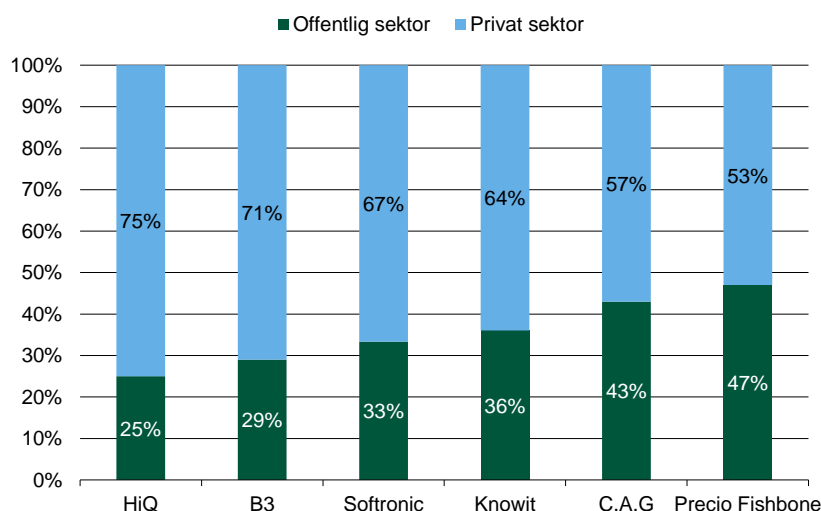


Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Precio Fishbone står ut som det bolag som lyckats bäst med att produktifiera egen mjukvara, men även Softronic får en icke obetydande andel av försäljningen från nischade egna produkter.

C.A.G:s viktigaste kundgrupp är den offentliga sektorn, och det finns en samstämmig uppfattning i branschen att det strukturellt inte är någon skillnad i lönsamhet mellan offentlig och privat sektor. Precio Fishbone – med högre omsättning till offentlig sektor – har därtill ett EBIT-marginalmål som är högre än C.A.G:s.

IT-konsultsektorn: Omsättningsfördelning per kundgrupp 2019



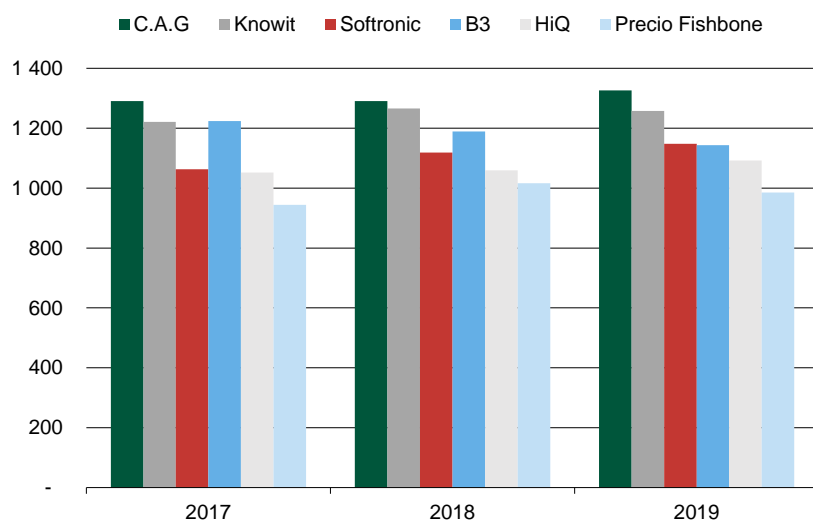
Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Inga bolag redovisar debiteringsgrader eller timpriser, vilket gör det svårt att dra slutsatser om den underliggande effektiviteten hos respektive bolag. För en bild av var bolagen bör ligga strukturellt kan konsultmäklaren Eworks marknadsdata vara vägledande, och de rapporterade i Eworkbarometern 2019 en beläggningsgrad på 80-90% beroende på kompetensområde och källa, samt ett genomsnittligt timpris på ~1 020 kr.

När man inte kan jämföra debiteringsgrad eller timpriser rakt av så kan man istället jämföra de observerbara parametrarna som styr förutsättningarna för lönsamhet. Den första är intäkter per anställd, vilket vi definierat som total omsättning minus kostnader för underkonsulter och andra inköpta tjänster, för att därigenom skapa någon sorts jämförbarhet mellan bolagen med tanke på att de använder sig av underkonsulter i varierande grad. Måttet är inte helt exakt då det inkluderar intäkter av olika slag (såväl direkt konsultrelaterade som övriga intäkter) och därtill redovisas kostnader inte på samma sätt mellan bolagen, men grovt räknat blir det ändå ett hyggligt jämförelsemått. Höga intäkter per anställd betyder bättre förutsättningar att bära kostnader och därmed upprätthålla en god marginal på koncernnivå, och om ett enskilt bolags intäkter per anställd har ökat mer än för sektorn så skvallrar det om att man lyckats öka debiteringsgrad eller timpris mer än konkurrenterna.

För referens så lämnar en enskild konsult med 1 600 debiteringsbara timmar per år, 85% debiteringsgrad och 1 000 kr i timpris en schablonmässig intäkt på 1 360 Tkr per år. Snittet i sektorn låg år 2019 på 1 158 Tkr, vilket betyder att timpriserna snarare ligger närmare 950 kr (om vi antar 85% debiteringsgrad och att 90% av sektorns anställda är debiterande personal). C.A.G noterar högst intäkter per anställd av alla i sektorn, vilket inte är oväntat med tanke på konsulternas senioritet och att intäkterna innehåller 10% drift som är mindre personalintensivt. Sektorn har i snitt ökat intäkterna per anställd med 1% under perioden, vilket C.A.G legat i linje med. Softronic är den som ökat mest med 4%.

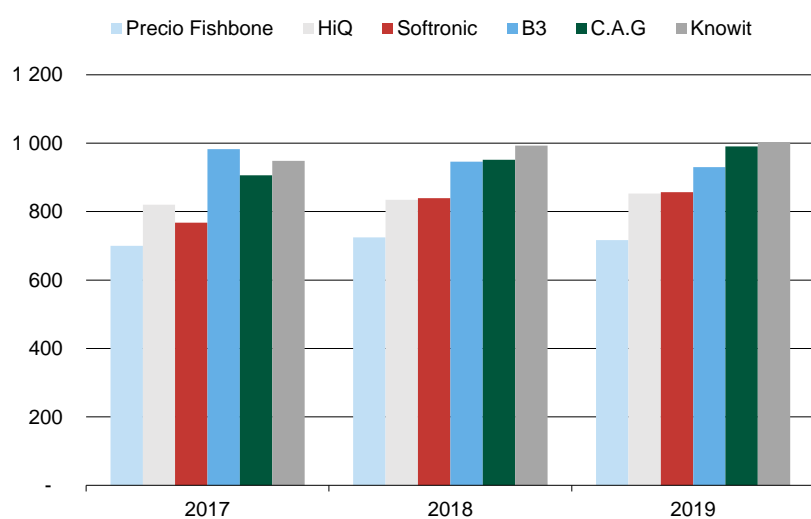
IT-konsultsektorn: Intäkter per anställd (Tkr)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Därefter går vi över till kostnadssidan, och tittar först på personalkostnaderna per anställd. Dessa borde vara en spegelbild av intäkterna, vilket ungefär också är fallet. Samtliga bolag har upplevt ökande personalkostnader per anställd över perioden med ett snitt på 2%, förutom B3 som lyckats minska sina kostnader med 3% (något som i och för sig också gått hand i hand med lägre intäkter per anställd). C.A.G har näst högst personalkostnader per anställd av alla, och med en ökning på 5% över perioden betyder det också att de ökat snabbare än sektorns. Att Precio Fishbone ligger såpass mycket lägre än sektorn förklaras av att man har nästan 25% av personalstyrkan i Vietnam, där löneläget är väsentligt lägre än i Sverige. På samma sätt kan det faktum att Knowit har 1/3 av sina anställda i Norge förklara deras relativt höga nivå i förhållande till sektorn.

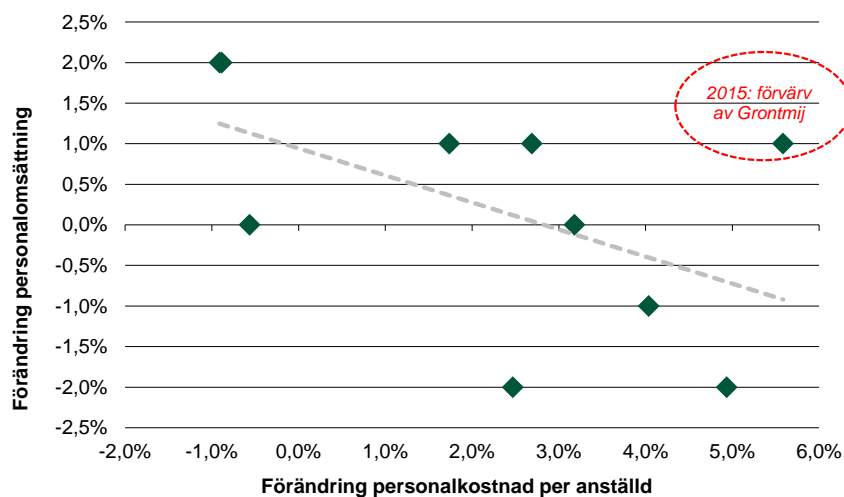
IT-konsultsektorn: Personalkostnader per anställd (Tkr)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Förutom generell löneinflation kan stigande personalomsättning vara en bidragande orsak till högre personalkostnader. Redovisningen av personalomsättning i sektorn är inte heltäckande (vissa bolag redovisar en siffra, vissa inte) och inget av bolagen som offentliggör detta nyckeltal har gjort det tillräckligt länge för att ge ett vettigt dataunderlag. Däremot så redovisar IT-konsulternas systerbransch teknik konsulterna detta mangrant, och tittar vi på data från den största av dessa - Sweco - så ser det ut som att det över tid finns en viss korrelation mellan löneökningar per anställd och förändringen i personalomsättning från år till år.

Sweco: Relation mellan personalomsättning och personalkostnader 2009-2019

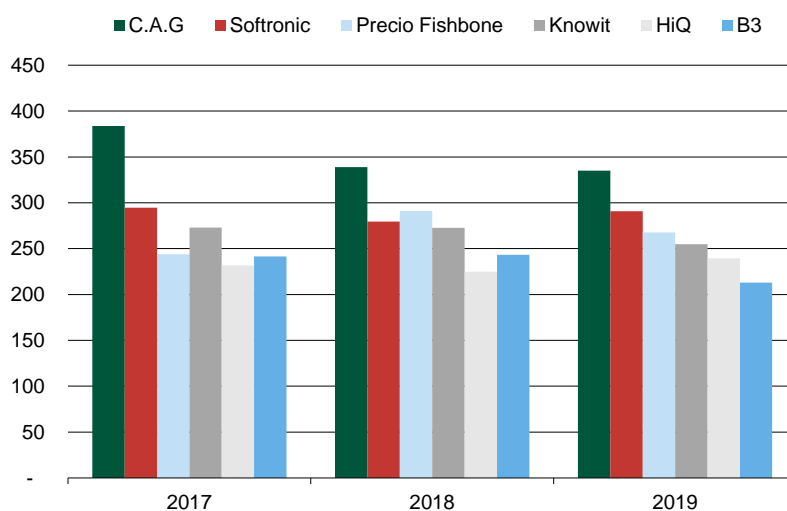


Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Personalomsättningen för bolagen i sektorn ligger uppskattningsvis på mellan 10-20% med undantag för Precio Fishbone som redovisar rekordlåga 4% (bolaget har också lyckats hålla nere ökningen av personalkostnaderna per anställd på låga 1% under 2017-2019). Bolag med högre inslag av resurskonsulter som spenderar längre uppdrag ute hos kund har generellt högre strukturell personalomsättning, och detsamma gäller för storstäderna. Stockholmsmarknaden sägs ligga på nivåer över 20%, vilket gör att bolag med större verksamhet ute i landet kan förvänta sig lägre personalomsättningen än Stockholmsfokuserade bolag. C.A.G redovisade 15% personalomsättning 2019, vilket var högre än 2018 års 13% och kan fungera som en delförklaring till att personalkostnaderna ökat mer än för sektorn.

Nettot av intäkter och personalkostnader per anställd kallar vi täckningsbidrag per anställd, och här ligger C.A.G överlägset bäst till. Dock har C.A.G sett en minskning av täckningsbidraget per anställd med 7% under 2017-2019, vilket är en större minskning än sektorns -2% och förefaller hänga samman med skillnaderna i personalkostnadernas utveckling. Precio Fishbone och HiQ är de enda bolag som lyckats öka täckningsbidraget, med 5% respektive 2%.

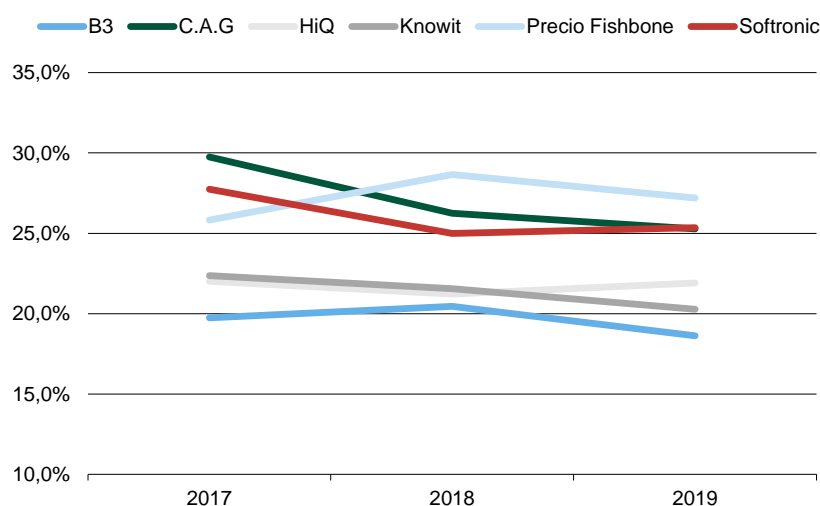
IT-konsultsektorn: Täckningsbidrag per anställd (Tkr)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Tittar vi istället på "bruttomarginalen" per anställd (täckningsbidraget i förhållande till intäkterna) så finner vi att C.A.G har högre marginal än snittet i sektorn (25% vs 23%), men också att måttet visar en svagare trend de senaste åren i spåren av lägre täckningsbidrag per anställd. Marginalsiffran är intressant för den visar på den potential som finns för marginalförbättringar i koncernen om man kan sänka nivån på övriga kostnader. Precio Fishbone noterar högst marginal i sektorn, vilket inte är helt oväntat med tanke på att de har den högsta andelen försäljning av egen mjukvara, som brukar rendera högre marginaler.

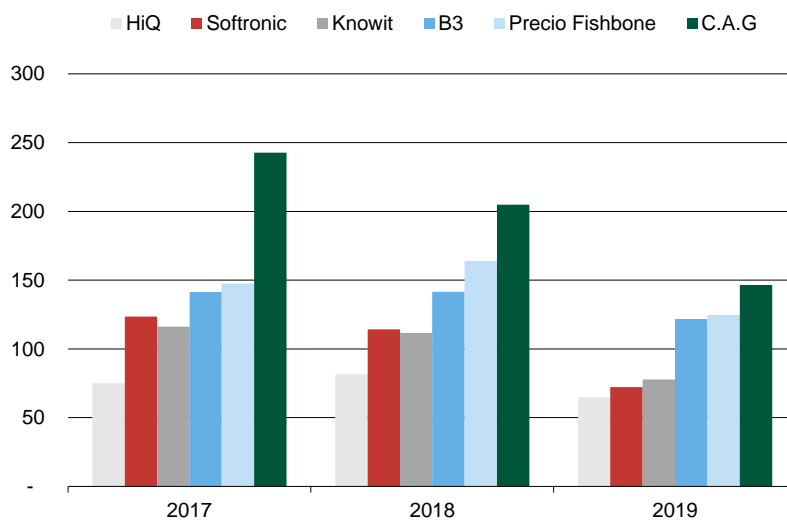
IT-konsultsektorn: "Bruttomarginal" per anställd



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Efter personalkostnader finns bara övriga externa kostnader kvar att mäta på kostnadssidan. Precis som personalkostnadsmåttet kan se överdrivet högt eller lågt ut beroende på bolagsstruktur gäller detsamma även för denna post, som därtill också påverkas av intäkternas natur. Detta blir tydligt avseende C.A.G, som står ut med högst övriga kostnader per anställd, vilket beror på den relativt högre andelen intäkter från IT-drift som är en verksamhet med höga fasta kostnader för infrastruktur. C.A.G har dock noterat en snabbare minskning av övriga kostnader per anställd än sektorn sedan 2017 (-22% vs -14%), vilket vi tror är en effekt av att IT-driftens kostnader kunnat slås ut på fler anställda. Att övriga kostnader per anställd minskat generellt i sektorn beror på införandet av IFRS 16 under 2019, som betyder att vissa leasingavtal (t.ex. långa hyreskontrakt) ska tas upp på balansräkningen och skrivs av istället för att kostnadsföras, snarare än att bolagen överlag blivit väsentligt mer effektiva. Softronic imponerar med en mycket låg kostnadsnivå med tanke på att bolaget också har väsentliga intäkter från drift.

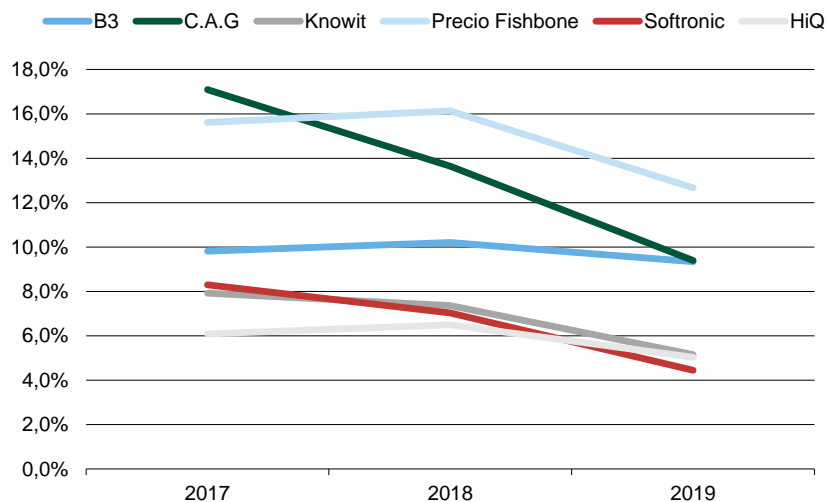
IT-konsultsektorn: Övriga externa kostnader per anställd (Tkr)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Som andel av omsättningen ligger sektornsnittet ex C.A.G på 7%, vilket betyder att C.A.G är på god väg att nå dit givet att man sedan 2017 gått från 17% till 9%.

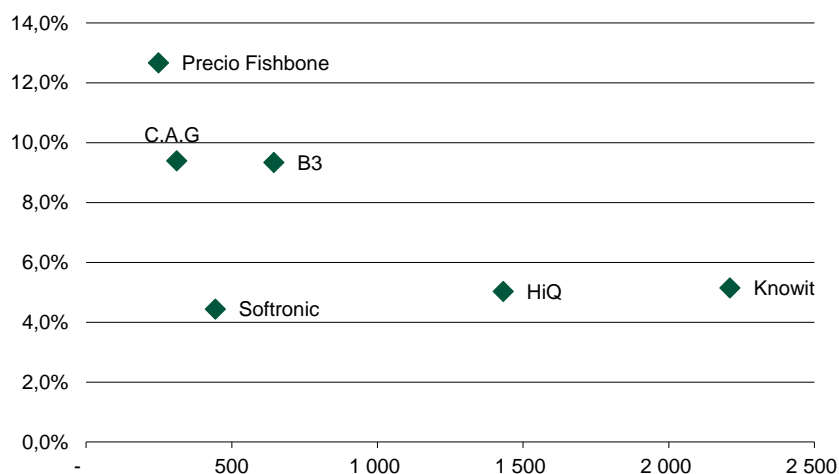
IT-konsultsektorn: Övriga externa kostnader i % av omsättning



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

En del av den högre kostnadsnivån kan förklaras med C.A.G:s struktur med många självständiga specialiserade dotterbolag med egna ledningar, vilket minskar möjligheterna till centralisering och kostnadsdelning. C.A.G:s relativt mindre storlek verkar också spela in, då det ser ut att föreligga ett samband mellan övriga externa kostnaders andel av omsättningen och antalet anställda. I takt med att C.A.G växer bör alltså dessa kostnaders negativa påverkan på marginalen bli allt mindre kännbar, och kan man på sikt nå en nivå som är jämförbar med sektorn så betyder det potentiellt 2%-enheter högre marginal.

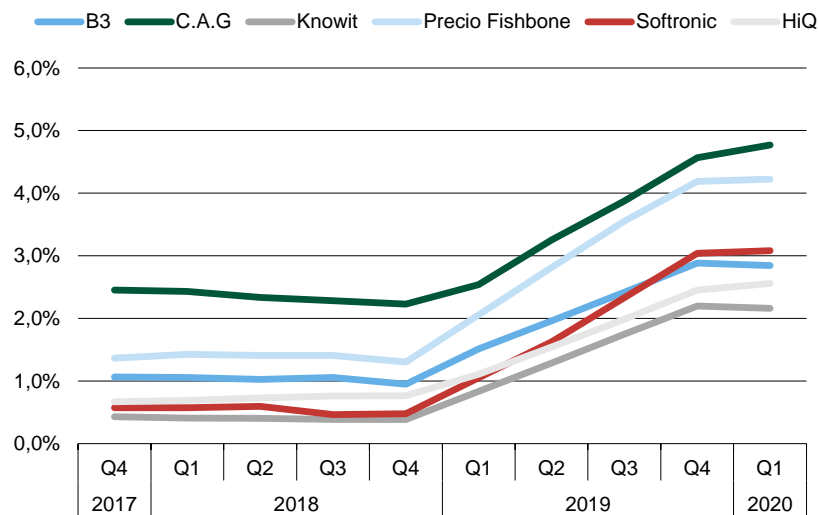
IT-konsultsektorn: Övriga externa kostnader i % av omsättning vs antal anställda



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

För att landa i rörelsemarginalen behöver vi också ta hänsyn till avskrivningarna, och här kan vi konstatera att C.A.G ligger högst av alla avseende avskrivningar på materiella tillgångar som andel av omsättningen. Detta betyder – allt annat lika – att C.A.G behöver hålla en högre EBITDA-marginal än övriga för att visa samma EBIT-marginal. Att avskrivningarna generellt har ökat i sektorn beror på införandet av IFRS 16, vilket minskat övriga externa kostnader men ökat avskrivningarna.

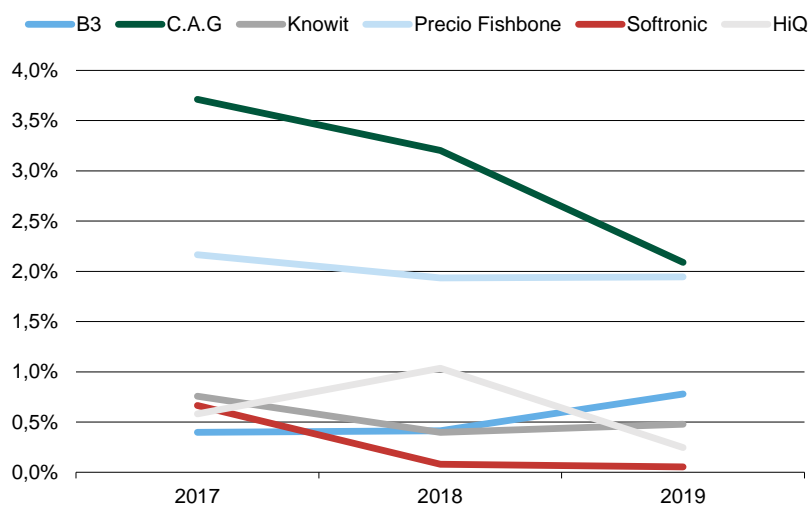
IT-konsultsektorn: Avskrivningar på materiella anläggningstillgångar i % av omsättning



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

De bakomliggande orsakerna till detta ser ut att vara två: för det första så investerar man mycket mer än konkurrenterna, vilket framförallt drivs av att 10% av verksamheten är IT-drift som kräver investeringar i datorhallar och relaterad infrastruktur. C.A.G:s mer seniora personalstyrka betyder också fler tjänstebilar jämfört med i en yngre organisation, vilket ytterligare drar upp investeringsnivån.

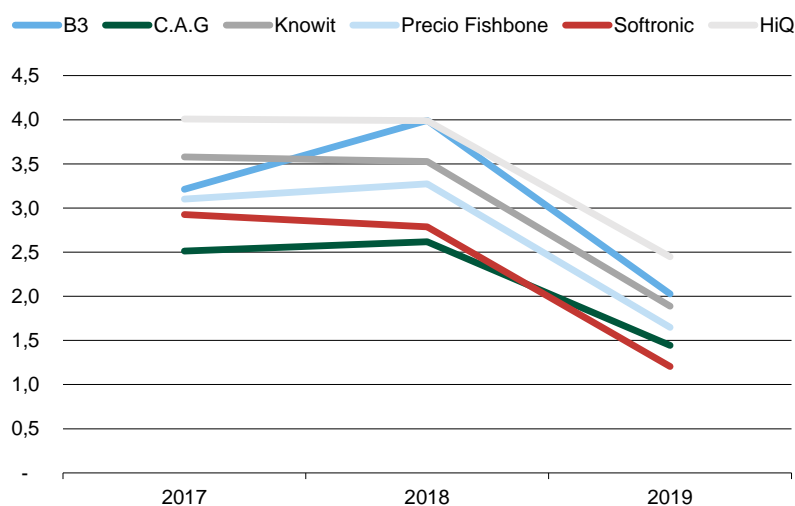
IT-konsultsektorn: Investeringar ex förvärv i % av omsättning



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Den andra förklaringen till C.A.G:s högre avskrivningar är att man skriver av tillgångarna på kortare tid än övriga. Räknat på genomsnittliga materiella anläggningstillgångar under 2019 så låg C.A.G på en implicit avskrivningstid på 1,4 år, men hade man justerat avskrivningstiden uppåt så att detta mått istället varit 2 år så hade den ojusterade EBIT-marginalen kunnat öka med drygt 1%-enhet.

IT-konsultsektorn: Implicit avskrivningstid på materiella anläggningstillgångar (år)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

För att summera kan vi alltså konstatera följande:

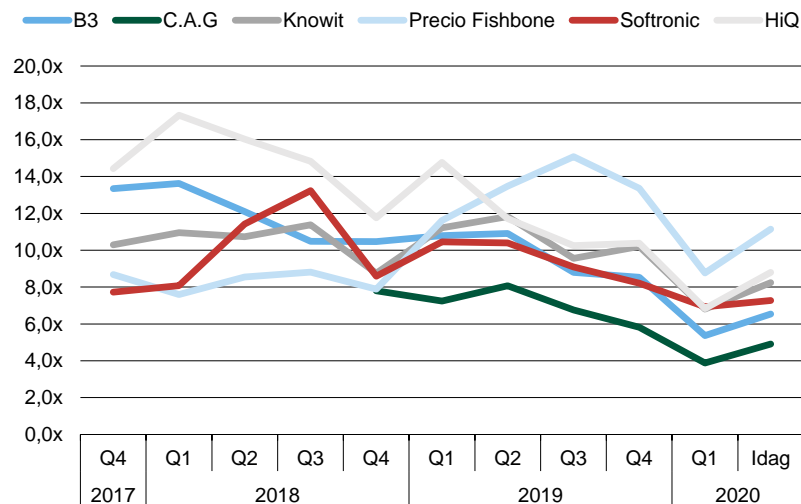
- **C.A.G har en underliggande lönsamhet per anställd som är bättre än snittet i branschen, och kan man undvika press uppåt på lönekostnaderna så bör detta kunna upprätthållas**
- **Bolagets övriga externa kostnader per anställd är högre än sektorns, men dessa är på väg ner och bör därmed fungera marginalstärkande**
- **EBIT-marginalen tyngs av högre investeringar och avskrivningar än sektorn, men även dessa bör kunna komma ner något över tid i takt med att C.A.G växer eller tillämpar längre avskrivningstider**

Därmed borde C.A.G på sikt kunna öka sitt rörelsemarginalmål från dagens 8% till åtminstone 10%, för att vara i nivå med branschen. Vi tror inte att detta kommer ske i närtid, utan bedömer att en höjning av målet kan bli aktuellt först i samband med årsskiftet 2021/2022, när man kan summera utfallet av de nuvarande finansiella målen som löper t.o.m. 2021.

Värdering: Aktien förtjänar en högre multipel

C.A.G värderas idag till lägst EV/EBITDA-multipel i sektorn, trots bolagets höga kvalitet och stora potential. Multipeln för C.A.G idag är ~5x basis LTM EBITDA jämfört med sektorns snitt ex C.A.G på ~8x. Precio Fishbones premiumvärdering får anses bero på att man har sektorns högsta andel försäljning av egen mjukvara.

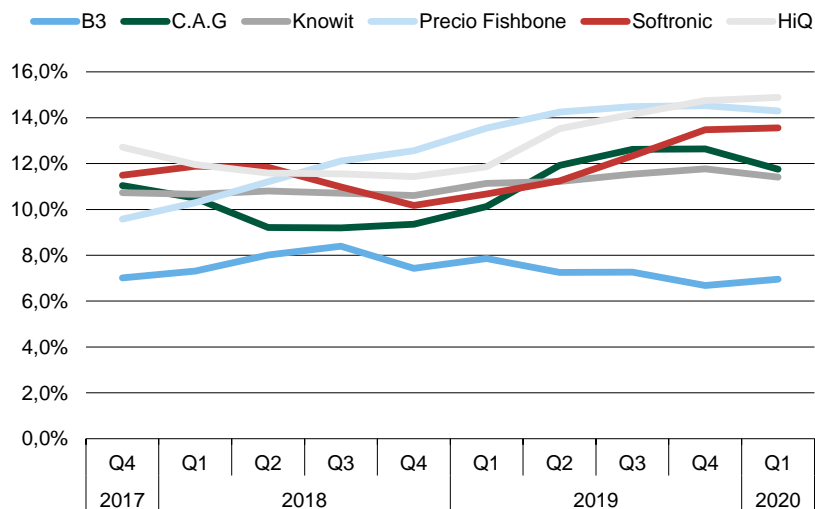
IT-konsultsektorn: EV/EBITDA LTM



Källa: Bolagen, Infront, Erik Penser Bank

C.A.G:s EBITDA-marginal LTM ligger på 11,8% vilket är i linje med sektornsnittet på 12,2%, så värderingsdiskrepansen kan inte förklaras av marginalskillnader. Värderingarna har generellt kommit ner samtidigt som marginalerna överlag har ökat, så multipelkontraktionen i sektorn får anses spegla marknadens osäkerhet kring bolagens framtidsutsikter.

IT-konsultsektorn: EBITDA-marginal LTM

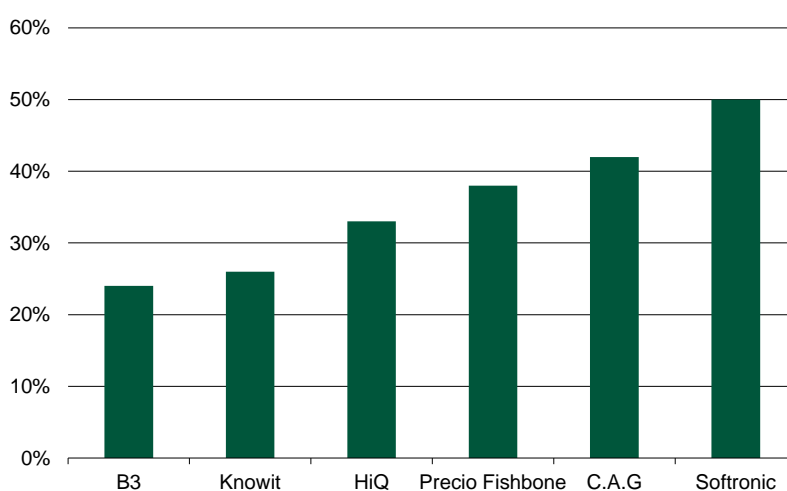


Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

IT-konsultbranschen karaktäriseras av långa kundrelationer och hög återköpsfrekvens där så mycket som 70-80% av försäljningen kan vara till återkommande kunder. C.A.G har nästan hälften av försäljningen till offentlig sektor som torde vara att betrakta som ännu mer stabil, även om verksamheten ofta bygger på ramavtal som upphandlas flerårsvis. Därmed kan man argumentera för att C.A.G förtjänar en viss premie mot sektorns rena konsultbolag.

C.A.G har dock sektorns näst högsta kundkoncentration, sett till andelen försäljning till de 10 största kunderna, vilket gör bolaget relativt mer sårbart för enskilda kundförluster. Detta gör att man kan argumentera för att bolaget inte skall värderas med någon premie, utan snarare kanske rabatt beroende på vilken faktor man anser väger tyngst. Vi gör bedömningen att den stora andelen försäljning till stabila kunder inom offentlig sektor överväger det potentiellt negativa i en koncentrerad kundbas, och noterar att en alltför stor kundbas kan medföra styrningsproblematik med lidande lönsamhet som följd. B3 har den mest väldiversifierade kundbasen, men värderas trots det lägst (vilket dock får anses vara en effekt av kombinationen låg EBITDA-marginal och hög skuldsättning).

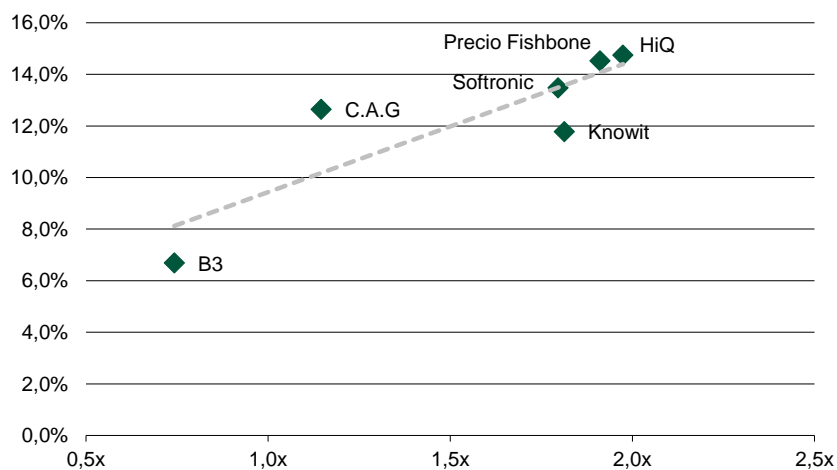
IT-konsultsektorn: Andel försäljning till 10 största kunderna



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Ställer vi EBITDA-marginalen mot enterprise value per anställd framstår C.A.G som väsentligt undervärderat mot sektorn, innebärande att bolaget borde utgöra ett intressant uppköpsobjekt för en högre värderad konkurrent.

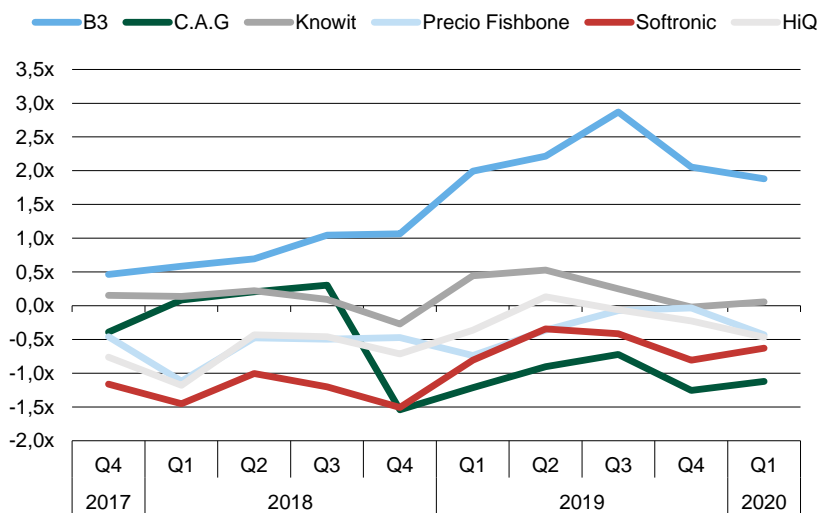
IT-konsultsektorn: EBITDA-marginal vs EV/Anställd (2019)



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Till sist vill vi också belysa skuldsättningsgraden hos bolagen i sektorn, där C.A.G står ut med lägst nettoskuld i förhållande till EBITDA av alla, vilket gör den finansiella risken i bolaget högst begränsad.

IT-konsultsektorn: Nettoskuld/EBITDA LTM



Källa: Bolagen, Erik Penser Bank

Slutsats

C.A.G har många kvaliteter som idag inte reflekteras fullt ut i värderingen, samtidigt som man har stor potential att på ett-två år sikt genomföra värdeskapande förvärv och därefter höja marginalerna mot sektorsnittet. Detta gör aktien mycket intressant för en långsiktig investerare.

Vi gör smärre modellmässiga justeringar av estimaten men lämnar dem överlag oförändrade avseende tillväxt och marginaler. Osäkerheten är ännu stor kring branschens tillväxt i spåren av Covid-19, och analysinstitutet Radar spår fortfarande 12% minskning av IT-budgetar under 2020, även om vissa bolag ser tecken på en snabbare vändning än väntat. Vårt estimat om ungefär -3% organisk tillväxt för 2020 kan därmed riskera vara alltför aggressivt, varför vi behåller motiverat värde på 70-72 kr (i mitten av intervallet skulle C.A.G implicit då handlas till $\sim 7\times$ EV/EBITDA på våra 2020-estimat). Basis dagens kurs erbjuder aktien därmed medelhög potential till låg risk.

Om C.A.G skulle höja EBIT-marginalmålet efter 2021 och realisera detta över tre år därefter så skulle intjäningen för 2024e öka med 25% allt annat lika. Därmed kan ett motiverat värde på omkring 90 kr vara inom räckhåll på sikt om inte marknadsefterfrågan sviktar betydligt.

Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	341	391	487	485	534	571	616
Övriga intäkter	3	4	2	3	2	2	2
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-94	-90	-100
Bruttovinst	312	359	421	415	442	482	518
Försäljningskostnader							
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-379	-409	-444
Forskning- och utvecklingskostnader							
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	63	73	74
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-28	-27	-24
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	35	47	50
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-7	-1
EBIT	28	32	33	37	27	40	49
Finansiella intäkter	1	2	4	0	1	2	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1
Resultat före skatt	28	33	35	36	27	40	47
Skatter	-7	-8	-8	-9	-5	-8	-10
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	21	32	38
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	27	36	38

Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	32	75	74	85	104	104	104
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	6	4
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	32	32	36
Räntebärande anläggningstillgångar	1	3	2	2	2	2	2
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	3	3	3	3	3
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	54	106	109	130	150	147	149
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	102	113	123
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	15	17	18
Likvida medel	57	70	124	123	111	108	120
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	228	238	261
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	378	386	411
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	65	90	181	192	199	210	227
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	199	210	227
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	37	22	22
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	6	8	10	12	14	14	14
Övriga långfristiga skulder	0	28	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	37	37
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	24	24	24
Leverantörsskulder	18	26	16	21	21	23	25
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	83	92	99
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	127	138	148
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	378	386	411

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	21	32	38
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	25	28	26
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	0	-2	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	46	59	62
Investeringar	-7	-15	-16	-10	-26	-26	-28
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	51	20	33	34
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-20	-22
Nyemission / återköp	0	11	77	5	5	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-17	-15	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-31	-1	0	0
Kassaflöde	15	13	54	0	-13	-3	13
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-65	-62	-75

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	3,09	4,58	5,41
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	3,87	5,23	5,41
FCF per aktie	--	--	1,97	7,40	2,94	4,72	4,92
Utdelning per aktie	--	--	2,60	2,90	2,90	3,10	3,20
Eget kapital per aktie	--	--	27,9	29,3	30,0	30,3	32,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	16,1x	13,9x	10,1x	9,8x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	1,8x	1,8x	1,6x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	8,9x	18,4x	11,2x	10,8x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	5,5%	5,8%	6,0%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	76%	59%	59%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	5,0x	4,2x	3,9x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,1x	6,6x	5,9x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	53,0	53,0	53,0
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	319	306	294

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	7%	8%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	-10%	34%	8%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	-6%	35%	3%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	11,8%	12,8%	12,0%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	6,5%	8,1%	8,1%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	20%	21%	21%

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	14%	18%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	13%	18%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	11%	14%	15%
Investeringar	7	15	16	10	26	26	28
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	2%	5%	5%	5%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	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
Kundfordringar / omsättning	22%	24%	20%	18%	19%	20%	20%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	4%	4%	4%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	3%	3%	3%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,5x	1,5x	1,6x

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad	-17	-17	-70	-70	-50	-63	-75
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	55%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-25%	-30%	-33%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,9x	-1,0x

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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