



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 14 August 2020

C.A.G

Starkt kvartal trots svåra förutsättningar

Tillväxt som förväntat...

C.A.G levererade 140 Mkr i intäkter under Q2 vilket var 1% bättre än vårt estimat. Tillväxten yoy landade på 12%, där mer än hela tillväxten (20%) var hänförlig till förvärv (Consoden som konsolideras fr.ån Q1 2020 och Engvall Security från Q3 2019), vilket betyder att den organiska tillväxten var fortsatt negativ (-8%). Antalet anställda vid kvartalets utgång var 318 st, vilket är något färre vs Q1 då man var 321 st.

...men mycket högre marginal

Den justerade EBIT-marginal landade på hela 10,6% vilket var väsentligt över vårt estimat om 3,2%. Marginalen påverkades positivt med 3,1 procentenheter av temporärt sänkta arbetsgivaravgifter, en effekt som inte kommer följa med in i H2 utifrån de myndighetsbeslut som gäller idag. Även justerat för detta var dock personalkostnaderna knappt 4% lägre än väntat. Övriga kostnader var sammantaget i linje med förväntan.

Motiverat värde bibehålls

Vi justerar upp EBIT-estimatet för 2020 till följd av utvecklingen under Q2 men bibehåller i stort estimaten för 2021-2022. Efter 2020 förväntar vi oss att den organiska tillväxten tar fart, och vi vill se att så sker innan vi är beredda att skruva upp prognoserna. På sikt kan också högre marginal motivera högre värde. Vårt motiverade värde per aktie kvarstår på 70-72 kr och 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	535	571	618	Current price	62.00
EPS, just 21e	5.06	5.23	-3.2%	Sales Growth	(0.2)%	10.2%	6.7%	8.3%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	5.62	5.41	4.0%	EBITDA, m	63	61	69	75	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	38.8	42.5	47.0	52.0		
				EPS, adj	4.10	3.81	5.06	5.62		
				EPS Growth	(25.4)%	(7.0)%	32.7%	11.2%		
				Equity/Share	28.9	30.6	32.1	34.7		
				Dividend	2.90	3.00	3.10	3.20		
				EBIT Marginal	8.0%	7.9%	8.2%	8.4%		
				ROE (%)	15.0%	13.3%	16.9%	17.6%		
				ROCE	15.4%	15.9%	17.3%	18.8%		
				EV/Sales	0.70x	0.64x	0.60x	0.55x		
				EV/EBITDA	5.5x	5.6x	4.9x	4.6x		
				EV/EBIT	8.8x	8.0x	7.3x	6.6x		
				P/E, adj	15.1x	16.3x	12.3x	11.0x		
				P/Equity	3.1x	3.0x	2.9x	2.8x		
				Dividend yield	4.4%	4.8%	5.0%	5.2%		
				FCF yield	11.2%	5.8%	6.7%	8.4%		
				Net Debt/EBITDA	(1.2)g	(1.1)g	(0.9)g	(1.0)g		

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

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	6.6m	oscar.holm@penser.se Analysavdelningen	
Market cap	412		
Nettoskuld	(70)		
EV	342		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	7.7(k)		
Reuters/Bloomberg	CAG.SS		



Sammanfattning

Starkt kvartal trots svåra förutsättningar

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 kapitallätt 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, 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.

Kvartalet i detalj

Nedan syns i detalj resultatutfallet för perioden jämfört med våra estimat. Justeringsposten om 1,4 Mkr för personalkostnader avser tilläggsköpeskilling för Consoden-förvärvet som är villkorad fortsatt anställning för säljaren, och enligt gällande redovisningsregler måste redovisas som personalkostnad. Denna kommer belasta bolagets resultat under två år från förvärvstidpunkten, dvs t.o.m. 2022.

Avvikelseanalys Q2 (Mkr)

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	139,9	138,7	1%	
Personalkostnader	(80,8)	(88,7)	-9%	-4 Mkr arbetsgivaravgifter, -4 Mkr organisk minskning
Kostnader för utförda tjänster	(32,2)	(25,1)	28%	
Övriga externa kostnader	(7,0)	(13,8)	-49%	Sammantaget ungefär i linje
Avskrivningar	(6,8)	(8,0)	-15%	
Justerad EBIT	14,8	4,4	238%	
<i>Justeringsposter</i>				
Personalkostnader	(1,4)	(1,4)	0%	Avser villkorad förvärvslikvid
Avskrivningar kundvärden	(0,4)	(0,4)	0%	
Redovisad EBIT	13,0	2,6	400%	
<i>Jämförelsestörande poster</i>				
Sänkta arbetsgivaravgifter	4,3	-	n/a	Temporär åtgärd, slut 30 juni
Underliggande EBIT	8,7	2,6	235%	

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Estimatförändringar

Vi låter tillväxt- och marginalantaganden vara i stort sätt intakta för 2021-2022, men justerar upp rörelsemarginalen för 2020 givet det starka utfallet i Q2.

Estimatförändringar (Mkr / kr)

Tidigare estimat	2020e	2021e	2022e
Intäkter	536	573	618
Tillväxt	10%	7%	8%
EBIT (adj)	34,9	46,7	50,2
Rörelsemarginal (adj)	6,5%	8,1%	8,1%
EPS (adj)	3,81	5,23	5,41
DPS	2,90	3,10	3,20
Nya estimat	2020e	2021e	2022e
Intäkter	537	573	621
Tillväxt	10%	7%	8%
EBIT (adj)	42,5	47,0	52,0
Rörelsemarginal (adj)	7,9%	8,2%	8,4%
EPS (adj)	3,81	5,06	5,62
DPS	3,00	3,10	3,20
Förändring i %	2020e	2021e	2022e
Intäkter	0%	0%	0%
EBIT (adj)	22%	1%	4%
EPS (adj)	0%	-3%	4%
DPS	3%	0%	0%

Källa: Erik Penser Bank

Övriga observationer från kvartalet

Flera av C.A.G:s sektorkollegor har i sina Q2-rapporter talat om god efterfrågan från offentlig sektor, samtidigt som vissa indikerat goda utsikter för Q3. Med tanke på de mörka prognoser kring branschens utveckling som målades upp under våren så ser dessa inte ut att materialiseras, och om man som C.A.G har en stor kundbas i offentlig sektor så bör utvecklingen kunna bli bra under H2.

Rekrytering fortsätter dock vara utmanande för branschen i och med att mycket av arbetet fortfarande bedrivs på distans. Av naturliga skäl är det svårt att träffa potentiella kandidater i en miljö av social distansering och att introducera nya medarbetare i en verksamhet där få arbetar från kontoret är inte idealiskt. Därför bedömer vi att det nog kommer krävas ett minskat inslag arbete hemifrån för att rekrytering och därmed även den organiska tillväxten ska ta fart på allvar.

Vi noterar att integrationen av Engvall Security och Consoden beskrivs som framgångsrik och att bolagen visar god lönsamhet och positiv utveckling. Med dessa förvärv integrerade och en stor nettokassa i bagaget bedömer vi att C.A.G under hösten kan bli mer aktivt på förvärvsfronten. Transaktionsklimatet bedömer vi också kan bli bättre överlag, givet att utvecklingen under Covid-19-pandemin nu är något mer överblickbar än tidigare och köpare och säljare därmed kan närma sig varandra på ett bättre sätt.

Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	341	391	487	485	535	571	618
Övriga intäkter	3	4	2	3	2	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-105	-91	-99
Bruttovinst	312	359	421	415	432	482	522
Försäljningskostnader							
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-370	-413	-448
Forskning- och utvecklingskostnader							
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	61	69	75
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-19	-22	-23
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	42	47	52
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-7	-1
EBIT	28	32	33	37	35	40	51
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1
Resultat före skatt	28	33	35	36	34	39	49
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-8	-10
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	25	31	39
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	26	35	39

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	8	7	6
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	33	34	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	150	151
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	75	95	100	88	103	114	124
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	15	17	18
Likvida medel	57	70	124	123	111	104	119
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	230	235	262
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	379	385	413
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	65	90	181	192	203	213	231
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	65	90	181	192	203	213	231
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	34	18	18
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	49	33	33
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	23	23	23
Leverantörsskulder	18	26	16	21	21	23	25
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	84	92	101
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	128	138	149
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	380	385	413

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	25	31	39
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	21	23	24
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	0	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	47	52	62
Investeringar	-7	-15	-16	-10	-21	-23	-25
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	51	25	29	36
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-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	-5	0	0
Kassaflöde	15	13	54	0	-12	-7	15
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-70	-63	-78

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	3,68	4,41	5,62
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	3,81	5,06	5,62
FCF per aktie	--	--	1,97	7,40	3,61	4,17	5,21
Utdelning per aktie	--	--	2,60	2,90	3,00	3,10	3,20
Eget kapital per aktie	--	--	27,9	29,3	30,6	30,6	33,1
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	16,4x	12,3x	11,1x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,0x	2,0x	1,9x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	8,9x	17,3x	15,0x	12,0x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,8%	5,0%	5,1%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	79%	61%	57%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	5,4x	4,8x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	8,9x	7,9x	6,9x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	62,4	62,4	62,4
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	379	371	357

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%	9%	11%	11%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	-7%	33%	11%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	11,5%	12,0%	12,0%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	7,9%	8,2%	8,4%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	24%	21%	21%

Källa: Bolaget, Erik Penser Bank

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	13%	17%	18%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	16%	17%	19%
ROIC	28%	20%	16%	13%	11%	14%	15%
Investeringar	7	15	16	10	21	23	25
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	2%	4%	4%	4%
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 (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad	-17	-17	-70	-70	-55	-63	-78
Soliditet	32%	32%	53%	54%	54%	55%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-30%	-34%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,9x	-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