



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 27 October 2020

C.A.G

God lönsamhet och intressanta framtidsinitiativ

Hög rörelsemarginal men negativ organisk tillväxt

C.A.G levererade en justerad EBIT på 7,1 mkr under Q3, vilket var väsentligt högre än vårt estimat om 5,0 mkr. Intäkterna blev 107 mkr mot våra förväntade 109 mkr, vilket betydde att den justerade rörelsemarginalen blev goda 6,6% (vs 5,0% Q3 2019). Den organiska tillväxten förbättrades vs Q2 2020, men är fortfarande negativ (-6%) och att öka denna är en av bolagets största utmaningar i våra ögon.

Nya initiativ bör påverka tillväxten positivt

Bolaget har introducerat en ny tjänst kallad Security Operations Center, som kombinerar C.A.G:s kunnande inom IT-drift och IT-säkerhet, vilket i vår bedömning bör bidra positivt till tillväxten. Man anställer också en Talent Acquisition Manager på koncernnivå som ska stödja dotterbolagens rekryteringsarbete, vilket vi tror bör bidra till högre rekryteringstakt och därmed bättre organisk tillväxt.

Högre motiverat värde

I ljuset av svag organisk tillväxt justerar vi ner våra tillväxtantaganden för 2021-2022, men höjer marginalen något. På längre sikt tror vi att de initiativ bolaget tagit bör leda till stabilt positiv tillväxt och högre marginaler, och vi introducerar också estimat för 2023-2024 som reflekterar detta. Som resultat av detta samt högre multiplar i sektorn höjer vi motiverat värde per aktie till 82-84 kr (70-72 kr). Låg risk.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	82.00 - 84.00	
EPS, just 20e	4.28	3.81	12.3%	Sales,m	485	530	554	574	Current price	63.60
EPS, just 21e	5.01	5.06	-0.9%	Sales Growth	(0.2)%	9.3%	4.6%	3.7%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	5.24	5.62	-6.9%	EBITDA, m	63	65	71	73		
				EBIT, m	38.8	45.9	46.4	48.4		
				EPS, adj	4.10	4.28	5.01	5.24		
				EPS Growth	(25.4)%	4.5%	17.1%	4.5%		
				Equity/Share	28.9	31.1	34.5	36.7		
				Dividend	2.90	3.00	3.10	3.20		
				EBIT Marginal	8.0%	8.6%	8.3%	8.4%		
				ROE (%)	15.0%	14.9%	16.0%	15.4%		
				ROCE	15.4%	17.2%	16.6%	16.7%		
				EV/Sales	0.72x	0.66x	0.63x	0.61x		
				EV/EBITDA	5.6x	5.4x	4.9x	4.8x		
				EV/EBIT	9.0x	7.6x	7.6x	7.2x		
				P/E, adj	15.5x	14.9x	12.7x	12.1x		
				P/Equity	2.2x	2.0x	1.8x	1.7x		
				Dividend yield	4.4%	4.7%	4.9%	5.0%		
				FCF yield	11.2%	6.4%	6.7%	8.2%		
				Net Debt/EBITDA	(1.2)g	(1.1)g	(1.1)g	(1.3)g		

Kommande händelser	
Bokslutskommuniké 2020	2021-02-19
Delårsrapport Q1 2021	2021-04-27

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	6.6m
Market cap	422
Nettoskuld	(72)
EV	351
Avg. No. of Daily Traded Sh.	3.0(k)
Reuters/Bloomberg	CAGGR.ST / CAG:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
oscar.holm@penser.se	
Analysavdelningen	



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 27 October 2020

Sammanfattning

God lönsamhet och intressanta framtidsinitiativ

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 tillväxtpotentialer då såväl myndigheter som kommuner har stora digitaliseringsbehov framöver. Bolaget har därtill en stor nettokassa att använda till förvärv, vilket kan driva vinsttillväxten ytterligare. Vi anser att C.A.G har en konkurrensfördel avseende förvärv, då man arbetar med en decentraliserad organisation som det är attraktivt för medarbetare i förvärvade bolag att stanna i.

Digitaliseringsbehov i offentlig sektor ger stabil tillväxt

IT-konsultsektorn är ett attraktivt sätt att få exponering mot den ökande digitaliseringen i samhället. C.A.G arbetar främst med offentlig sektor (~50% av omsättningen) och Bank & Finans inom privat sektor (~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.

Specialisering betyder nöjdare medarbetare och bättre konkurrenskraft

C.A.G har en struktur med självständiga specialiserade dotterbolag, vilket i våra ögon främjar en kompetensdriven kultur där konsulten sätts i första rummet, något som i sin tur skapar förutsättningar för lägre personalomsättning än i större integrerade koncerner. Därtill betyder specialisering att dotterbolagen kan fokusera på att vara i framkant inom sina respektive nischer och därigenom skapa sig konkurrensfördelar.

Kapitallätt affärsmodell

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

Potential till högre marginal på sikt

C.A.G har idag ett mål om att hålla en justerad EBIT-marginal på 8%, vilket är lägre än för övriga noterade IT-konsulter som har mål på omkring 10%. Även om bolaget är mindre än de flesta av dessa och därmed har lägre skalfördelar, så finns det i våra ögon inget strukturellt som gör att även C.A.G på sikt inte skulle kunna nå 10%, vilket underbyggs av att bolaget redovisat >10% i justerad EBIT-marginal enskilda kvartal. Basis 2019 så hade vinst per aktie teoretiskt varit 28% högre om den justerade EBIT-marginalen varit 10% istället för 8%.

Värdering

Vi värderar C.A.G genom en kombination av kassaflödesvärdering och relativvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 82-84 kr. Risknivån bedöms som Låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i detalj

De något lägre intäkterna än väntat drevs av färre anställda under perioden än vad vi prognostiserat (316 st vid utgången av Q3 vs förväntade 320). Tillväxten i intäkter på 8% yoy var i sin helhet driven av Consoden-förvärvet som ingår i koncernen fr.o.m. 1 januari 2020. Den starka marginalen var ett resultat av lägre kostnader än förväntat, delvis pga färre anställda och något lägre omsättning än väntat, men också generellt god kostnadskontroll i vår bedömning.

Nedan syns i detalj resultatutfallet för perioden jämfört med våra estimat. Justeringsposten om 1,4 mkr för personalkostnader avser tilläggsköpeskillingar för Engvall Security och Consoden, vilka är villkorade av fortsatt anställning för säljarna, och enligt gällande redovisningsregler därför måste redovisas som personalkostnader. Dessa kommer belasta bolagets resultat under två år från förvärvstidpunkten, dvs t.o.m. 2022.

Avvikelseanalys Q3 (mkr)

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	107,4	108,5	-1%	
Personalkostnader	(67,0)	(69,0)	-3%	Pga något färre anställda än väntat
Kostnader för utförda tjänster	(17,8)	(19,5)	-9%	Drivet av lägre omsättning än väntat
Övriga externa kostnader	(11,0)	(10,8)	2%	
Avskrivningar	(6,3)	(6,0)	5%	
Redovisad EBIT	5,3	3,3	62%	
<i>Justeringsposter</i>				
Personalkostnader	(1,4)	(1,4)	0%	Avser villkorad förvärvslikvid
Avskrivningar kundvärden	(0,4)	(0,4)	0%	
Justerad EBIT	7,1	5,0	40%	
Antal anställda, kvartalets slut	316	320	-1%	

Källa: Bolaget, EPB

Nya initiativ

I rapporten tillkännagav C.A.G att man lanserat en ny tjänst kallad **Security Operations Center**. Tjänsten övervakar, analyserar och hanterar säkerhetsincidenter, och har skapats genom att kombinera C.A.G:s kunnande inom IT-drift och IT-säkerhet. Såvitt vi känner till är detta första gången dotterbolag inom C.A.G-koncernen skapar en produkt tillsammans, vilket vi anser som mycket positivt och pekar på de fördelar som finns med bolagets specialistmodell om man kan utnyttja synergierna rätt. Tjänsten har redan ett antal kunder inom bank & finans-området, men vi tror att det kan finnas potential inom fler branscher. Som vi förstått det så kommer tjänsten innebära återkommande intäkter till C.A.G, vilket gör den extra intressant i våra ögon.

C.A.G är också i process att anställa en **Talent Acquisition Manager** på moderbolagsnivå som ett stöd åt dotterbolagen i deras rekryteringsarbete. Dotterbolagen har tidigare arbetat med rekryteringsfirmor, vilket inneburit kostnader som nu istället läggs på en resurs inom bolaget. Att på detta vis centralisera delar av rekryteringsfunktionen tror vi kommer leda till bättre effektivitet i rekryteringsprocesser och därmed möjliggöra högre organisk tillväxt. Det sistnämnda är en utmaning för bolaget (vilket inte heller underlättats av Covid-19-pandemin) och vi ser därför positivt på denna nya funktion, även om rekryteringar är långa processer som vi inte kommer se frukten av omedelbart.

Vi noterar också att man i rapporten lyfter fram de återkommande intäkter man redan idag har från **drift- och förvaltningstjänster** inom bank & finans-sektorn, vilka uppgår till 15% av koncernens totala intäkter. Dessa intäkter är mer investeringstunga än rena konsulttjänster pga att de kräver IT-infrastruktur, men marginalerna är i vår bedömning högre och avtalen längre. Att C.A.G på ett mer accentuerat sätt pratar om drifts- och förvaltningstjänsterna – och därtill i form av att Security Operations Center lanserat en ny sådan variant – tolkar vi som en indikation på att man ökat fokus på återkommande intäktsströmmar, vilket skulle vara positivt för såväl marginaler som värdering.

Estimatförändringar

Med anledning av rapporten gör vi en översyn av våra estimat för de närmast kommande åren, samt inför även prognoser för 2023-2024.

- För 2020 sänker vi intäktsprognosen med 1% men höjer estimatet för justerad EBIT med 8% till följd av de högre marginalerna
- För 2021-2022 sänker vi intäktsprognoserna med 3-7% då vi bedömer att vi varit lite för optimistiska avseende tillväxttakten i ljust av rådande trend, och de nya estimaten innebär en tillväxt mer i linje med marknaden. Marginalen antas bli lägre än 2020, framförallt pga att H1 2020 påverkats positivt av sänkta arbetsgivaravgifter, vilket stärkt den justerade EBIT-marginalen med cirka 100 bps på årsbasis
- Icke desto mindre antas ändå marginalen under 2021-2022 bli högre än bolagets nuvarande marginalmål, till följd av högre andel återkommande intäkter, ökande skalfördelar i koncernen samt lägre användning av underkonsulter än idag
- För 2023-2024 antar vi tillväxt om ~4% per år med justerade EBIT-marginaler som närmar sig 9% i kraft av en fortsatt rörelse i den riktning som vi ser för 2021-2022
- För samtliga prognosår ökar vi också våra estimat för investeringar, eftersom vi bedömer att ett större fokus på återkommande intäkter baserade på drift- och förvaltningstjänster kommer innebära högre investeringsbehov

Estimatförändringar (mkr / kr)

Tidigare estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	537	573	621	n/a	n/a
Tillväxt	10%	7%	8%	n/a	n/a
EBIT (adj)	42,5	47,0	52,0	n/a	n/a
Rörelsemarginal (adj)	7,9%	8,2%	8,4%	n/a	n/a
EPS (adj)	3,81	5,06	5,62	n/a	n/a
DPS	3,00	3,10	3,20	n/a	n/a
Nya estimat	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	532	557	577	600	623
Tillväxt	9%	5%	4%	4%	4%
EBIT (adj)	45,9	46,4	48,4	51,7	54,3
Rörelsemarginal (adj)	8,6%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%
EPS (adj)	4,28	5,01	5,24	5,61	5,91
DPS	3,00	3,10	3,20	3,30	3,40
Förändring i %	2020e	2021e	2022e	2022e	2022e
Intäkter	-1%	-3%	-7%	n/a	n/a
EBIT (adj)	8%	-1%	-7%	n/a	n/a
EPS (adj)	12%	-1%	-7%	n/a	n/a
DPS	0%	0%	0%	n/a	n/a

Källa: EPB

Högre motiverat värde

Den potential till högre marginaler vi ser framför oss leder till att vår kassafloodesmodell nu indikerar ett värde per aktie på 83 kr. Multiplarna i sektorn har expanderat väsentligt sedan i somras, delvis drivet av bättre utveckling för branschen än befarat men också av förvärvsintresse i sektorn, tydligast exemplifierat av Tritons uppköpserbjudande avseende HiQ på en multipel om 16x EV/EBITDA för 2020e. De med C.A.G närmast jämförbara noterade bolagen B3

och Softronic handlas nu i genomsnitt till EV/EBITDA respektive P/E för de senaste tolv månaderna på 8,0x och 19x, vilket applicerat på C.A.G skulle betyda ett värde per aktie på 83-84 kr.

Med anledning av detta justerat vi upp vårt motiverade värde per aktie till **82-84 kr** från 70-72 kr. Kan C.A.G på sikt höja lönsamheten närmare de noterade sektorkollegornas medianmål på ~10% EBIT-marginal så finns det ytterligare potential i kursen. Risken anses fortsatt som Låg, understruket av att bolaget per Q3 hade en nettokassa ex leasingskulder på knappt 15 kr per aktie, motsvarande 23% av börsvärdet.

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	530	554	574	597	620
Övriga intäkter	3	4	2	3	2	3	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-104	-100	-98	-95	-93
Bruttovinst	312	359	421	415	428	457	480	504	530
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-363	-386	-406	-427	-449
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	65	71	73	77	81
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-19	-25	-25	-26	-26
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	46	46	48	52	54
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-7	-1	-1	-1
EBIT	28	32	33	37	38	39	47	50	53
Finansiella intäkter	1	2	4	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Resultat före skatt	28	33	35	36	37	38	46	49	52
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-8	-9	-10	-11
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	29	30	36	39	41
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	30	35	36	39	41

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	106	106	106	106
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	8	7	6	6	5
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	32	32	33	34	35
Räntebärande anläggningstillgångar	1	3	2	2	2	2	2	2	2
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	3	3	3	3	3	3	3
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Summa anläggningstillgångar	54	106	109	130	151	151	151	152	154
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Kundfordringar	75	95	100	88	100	108	109	112	117
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	15	16	16	17	17
Likvida medel	57	70	124	123	112	118	132	148	165
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	242	257	278	301
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	378	393	408	430	455
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	229	244	260	279
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	229	244	261	281
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	32	16	16	16	16
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Uppskjutna skatteskulder	6	8	10	12	15	15	15	15	15
Övriga långfristiga skulder	0	28	1	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	48	33	33	34	35
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	22	22	22	22	22
Leverantörsskulder	18	26	16	21	20	22	22	22	23
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	82	88	88	91	94
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	124	131	132	135	140
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	378	393	408	430	455

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	29	30	36	39	41
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	18	26	26	26	27
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	3	-1	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	49	55	63	65	68
Investeringar	-7	-15	-16	-10	-21	-26	-27	-28	-29
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	51	28	29	36	38	39
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-22	-23
Nyemission / återköp	0	11	77	5	5	13	0	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-17	-15	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-31	-8	0	0	0	0
Kassaflöde	15	13	54	0	-12	6	15	16	17
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-73	-80	-94	-110	-127

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,15	4,37	5,24
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,28	5,01	5,24
FCF per aktie	--	--	1,97	7,40	4,07	4,25	5,21
Utdelning per aktie	--	--	2,60	2,90	3,00	3,10	3,20
Eget kapital per aktie	--	--	27,9	29,3	31,1	32,9	35,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	9%	5%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	18%	1%	4%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	4%	17%	5%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,3%	12,7%	12,7%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,6%	8,3%	8,4%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	23%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	15%	16%	15%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	17%	17%
ROIC	28%	20%	16%	13%	12%	14%	14%
Investeringar (mkr)	7	15	16	10	21	26	27
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	2%	4%	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%	19%
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	1,4x	1,4x	1,4x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad	-17	-17	-70	-70	-58	-80	-94
Soliditet	32%	32%	53%	54%	55%	58%	60%
Nettoskulsättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-28%	-35%	-39%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,9x	-1,1x	-1,3x

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	16,1x	14,9x	12,7x	12,1x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,0x	1,9x	1,8x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	8,9x	15,6x	15,0x	12,2x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,7%	4,9%	5,0%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	70%	62%	61%
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	5,9x	5,1x	4,7x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	8,4x	7,8x	7,2x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	63,6	63,6	63,6
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	385	363	348

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation 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 fondhandlarförningens 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 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