



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 22 February 2021

C.A.G

Förvärv motiverar högre värde

Intäkter som väntat men något högre kostnader i Q4

C.A.G redovisade ett Q4 med intäkter ungefär som väntat (144 mkr vs 143 mkr) men något lägre justerad EBIT än vad vi hade räknat med (11,7 mkr vs 12,9). Anledningen bedömer vi vara uppstartskostnader för Security Operations Center. Intäktstillväxten yoy blev 8%, varav 14% förvärv och -6% organiskt. Styrelsen föreslår utdelning om 3,00 kr per aktie, vilket var precis vad vi väntat oss.

Ateles ser ut som ett mycket bra förvärv

E-handelsspecialisten Ateles är fr.o.m. 1 januari 2021 en del av C.A.G, och vi tycker det ser ut som ett mycket bra förvärv. E-handel är en snabbväxande vertikal och Ateles förväntas bidra med 7,5 mkr i EBIT 2021 (motsvarande +20% på redovisad EBIT för C.A.G 2020) och i våra ögon fungera marginalstärkande. Förvärvsmultiplern ser också attraktiv ut, på ~6x EBIT 2021e vs C.A.G:s ~10x basis 2020.

Högre motiverat värde

Vi inkorporerar Ateles i våra prognoser för 2021 och gör därtill smärre justeringar för övriga prognosår, vilket sammantaget betyder 16% högre intäkter i snitt och 20% högre EPS. Som resultat av detta höjer vi motiverat värde per aktie till 89-91 kr (82-84 kr). Låg risk.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	89.00 - 91.00	
EPS, just 21e	5.85	5.01	16.7%	Sales,m	532	630	675	698	Current price	70.60
EPS, just 22e	6.42	5.24	22.7%	Sales Growth	9.6%	18.5%	7.1%	3.5%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	6.7	6.7	0.0%	EBITDA, m	69	84	90	93		
				EBIT, m	44.7	54.0	59.0	61.4		
				EPS, adj	4.72	5.85	6.42	6.70		
				EPS Growth	14.9%	24.0%	9.8%	4.2%		
				Equity/Share	31.0	35.2	38.7	42.4		
				Dividend	3.00	3.10	3.20	3.40		
				EBIT Marginal	8.4%	8.5%	8.7%	8.8%		
				ROE (%)	16.5%	18.5%	18.2%	17.3%		
				ROCE	16.6%	18.8%	19.3%	18.6%		
				EV/Sales	0.83x	0.70x	0.66x	0.64x		
				EV/EBITDA	6.5x	5.3x	5.0x	4.8x		
				EV/EBIT	9.9x	8.2x	7.5x	7.2x		
				P/E, adj	15.0x	12.1x	11.0x	10.5x		
				P/Equity	2.3x	2.0x	1.8x	1.7x		
				Dividend yield	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%		
				FCF yield	8.0%	6.6%	8.2%	8.7%		
				Net Debt/EBITDA	(1.0)g	(0.5)g	(0.7)g	(0.9)g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q1 2021	2021-04-27
Årsstämma	2021-05-06
Delårsrapport Q2 2021	2021-08-12
Delårsrapport Q3 2021	2021-10-27

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	6.6m
Market cap	469
Nettoskuld	(25)
EV	444
Avg. No. of Daily Traded Sh.	5.9(k)
Reuters/Bloomberg	CAGGR.ST / CAG:SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

oscar.holm@penser.se



Sammanfattning

Förvärv motiverar högre värde

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.

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 (~25% 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.

Värdering

Vi värderar C.A.G genom en kombination av kassaflödesvärdering och relativvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 89-91 kr. Risknivån bedöms som Låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i detalj

Trots att C.A.G avslutade kvartalet med 3% färre anställda än vad vi räknat med blev intäkterna 1% högre, vilket vi bedömer är en funktion av högre debiteringsgrad än väntat. Rörelsekostnaderna var dock ungefär 2 mkr högre än väntat, vilket bidrog till att justerad EBIT-marginal blev 8,1% istället för de 9,0% vi räknat med. Utifrån vår förståelse har bolaget tagit uppstartskostnader relaterade till Security Operations Center-tjänsten under kvartalet, varför vi gör bedömningen att det inte rör sig om kostnadsinflation utan snarare investeringar för framtiden.

Avvikelseanalys Q4 (mkr)

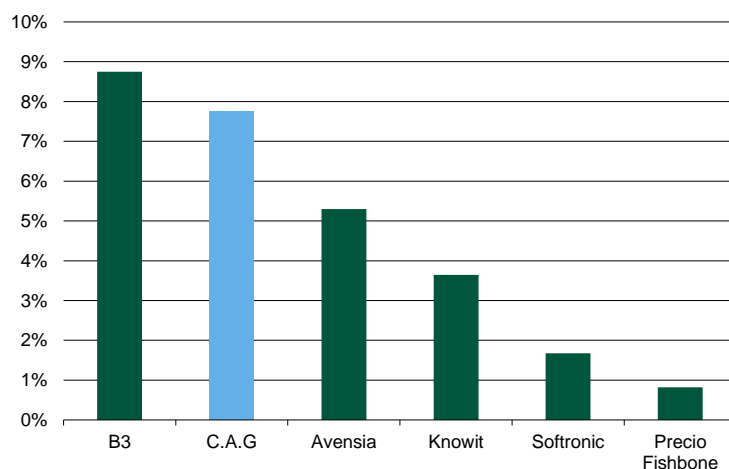
	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	143,5	142,7	1%	
Personalkostnader	(87,2)	(84,4)	3%	
Kostnader för utförda tjänster	(29,2)	(27,0)	8%	2 mkr högre kostnader än, troligen pga Security Operations Center
Övriga externa kostnader	(11,6)	(14,2)	-18%	
Justerad EBIT	11,7	12,9	-10%	
EPS	1,17	1,43	-18%	
<hr/>				
Tillväxt	8,1%	7,5%	61 bps	
Justerad EBIT-marginal	8,1%	9,0%	-91 bps	
<hr/>				
Antal anställda, kvartalets slut	310	321	-3%	

Källa: Bolaget, EPB

Den organiska tillväxten fortsätter att vara utmanande för C.A.G, liksom för många andra bolag i branschen, vilket vi dock räknar med kommer vända under 2021. Rörligheten på arbetsmarknaden har i vår förståelse minskat under coronapandemin, vilket naturligtvis försvårat rekrytering, men i takt med att pandemin klingar av och samhällslivet återvänder till ett mer normalt tillstånd bedöms förutsättningarna förbättras. Vi räknar med att C.A.G kommer nettoaddera 12 personer organiskt under 2021 vilket betyder ~3% fler än vid utgången av 2020, understött av ett fortsatt bra inflöde av nya affärer och avtal under slutet av 2020, samt en stabil kundbas med stora digitaliseringsbehov.

På mer granulär nivå noterar vi att C.A.G per 1 februari hade 24 rekryteringsannonser ute, vilket motsvarar knappt 8% av antalet medarbetare idag (givet att 1 annons = 1 medarbetare). Detta är bland de högsta nivåerna i branschen, och skulle bolaget alltså bara fylla hälften av dessa vakanser så är vårt estimat avseende nettorekrytering 2021 uppfyllt.

Andel rekryteringsannonser i % av antalet medarbetare (per 1 februari 2021)



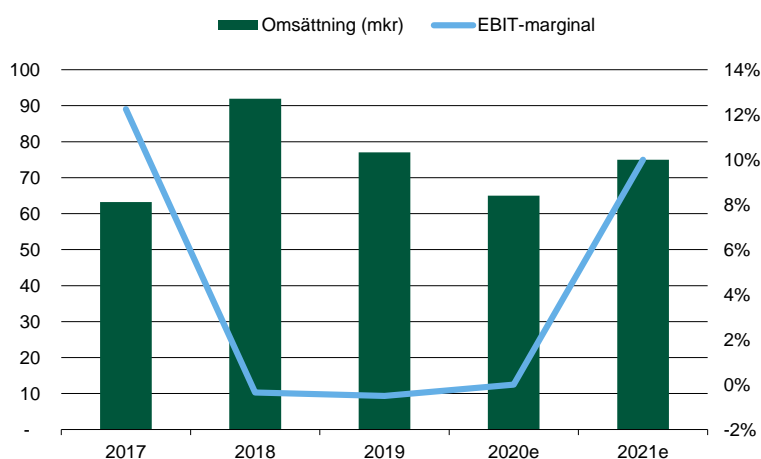
Källa: Bolagen, EPB

Förvärv av Ateles

Som beskrivits ovan räknar vi med att Ateles blir ett värdefullt tillskott till C.A.G. Ateles är en välrenommerad och etablerad leverantör av e-handelslösningar inom såväl B2B som B2C, med kunder som bl.a. Audi, Gina Tricot och Daniel Wellington. Bolaget har kontor i Stockholm, Linköping och Oslo, med cirka 50 medarbetare totalt.

Tittar man på Ateles finansiella historik så kan man konstatera att den är något brokig, med god lönsamhet 2017 men förluster 2018-2019 i kombination med fallande intäkter. Anledningen är som vi förstått det ett antal större fastprisprojekt som drabbades av kostnadsöverdrag, och dessa ska nu vara avslutade. Efter denna erfarenhet har bolaget bantat antalet anställda (2019 var man 71 st) och man är därmed redo för att återigen växa med god lönsamhet.

Ateles: finansiell utveckling (redovisat + EPB:s estimat)



Källa: UC, EPB

Utöver det rent finansiella tillskottet tror vi att Ateles kan bli ett intressant brohuvud för C.A.G in på den norska marknaden, där man idag inte har någon närvaro. Närmast till hands torde i vår bedömning vara att introducera C.A.G:s erbjudande inom säkerhet till Ateles kunder.

Estimatförändringar

Med anledning av rapporten och framförallt förvärvet av Ateles justerar vi upp våra estimat för C.A.G. Intäkterna ökar med i snitt 16% under prognosperioden och EPS med 20%. Avseende Ateles har vi gjort en förenklad förvärvsanalys som bygger på att samtliga identifierade övervärden allokeras till goodwill och därmed inte föranleder några avskrivningar, samt att bolaget förvärvas kassa- och skuldfritt.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	632	678	701	726
Tillväxt	18%	7%	3%	4%
EBIT (adj)	54,0	59,0	61,4	64,6
Rörelsemarginal (adj)	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%
EPS (adj)	5,85	6,42	6,70	7,06
DPS	3,10	3,20	3,40	3,50
Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	557	577	600	623
Tillväxt	5%	4%	4%	4%
EBIT (adj)	46,4	48,4	51,7	54,3
Rörelsemarginal (adj)	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%
EPS (adj)	5,01	5,24	5,61	5,91
DPS	3,10	3,20	3,30	3,40
Förändring i %	2021e	2022e	2022e	2022e
Intäkter	14%	17%	17%	17%
EBIT (adj)	16%	22%	19%	19%
EPS (adj)	17%	23%	19%	20%
DPS	0%	0%	3%	3%

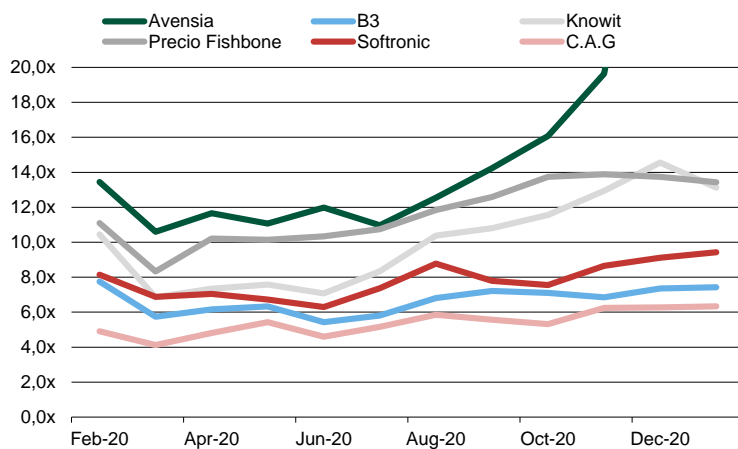
Källa: EPB

Värdering

Utifrån de högre prognoserna ser vi nu ett värde per aktie i vår kassaflödesvärdering på ~87 kr per aktie. Skulle bolaget höja sitt rörelsemarginal till 10% i linje med branschen ser vi ytterligare potentiell uppsida.

Under det senaste året har EV/EBITDA för jämförbara bolag expanderat med ungefär 25%, vilket även C.A.G upplevt, men bolaget värderas fortfarande lägst i sektorn vilket i vår bedömning är något oförtjänt. Applicerar man medianen av EV/EBIT och P/E på C.A.G:s intjäning de senaste tolv månaderna kan aktien anses vara värd ~92 kr.

EV/EBITDA LTM för jämförbara bolag senaste året



Källa: FactSet, EPB

En sammanvägd bedömning av ovanstående resulterar i att vi höjer motiverat värde per aktie till 89-91 kr från 82-84 kr. Risken bedöms fortsatt som Låg.

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	341	391	487	485	532	630	675	698	723
Övriga intäkter	3	4	2	3	1	3	3	3	3
Kostnad sålda varor	-32	-36	-68	-72	-106	-120	-128	-125	-122
Bruttovinst	312	359	421	415	427	513	549	576	605
Försäljningskostnader									
Administrationskostnader	-274	-316	-370	-353	-358	-428	-460	-483	-507
Forskning- och utvecklingskostnader									
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	38	43	51	63	69	84	90	93	98
Avskrivningar	-9	-11	-13	-24	-24	-30	-31	-32	-33
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	28	32	39	39	45	54	59	61	65
Jämförelsestörande poster	0	0	-6	-1	-8	-7	-1	-1	-1
EBIT	28	32	33	37	37	47	58	60	63
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	36	46	56	59	62
Skatter	-7	-8	-8	-9	-8	-9	-12	-12	-13
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	36	45	47	49
Nettoresultat (justerat)	22	25	32	28	33	41	45	47	49

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	32	75	74	85	106	146	146	146	146
Övriga immateriella tillgångar	1	1	1	5	9	12	14	17	19
Materiella anläggningstillgångar	21	27	29	35	40	38	39	40	42
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	160	201	205	209	214
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Kundfordringar	75	95	100	88	89	112	119	122	126
Övriga omsättningstillgångar	15	10	12	16	23	29	31	31	33
Likvida medel	57	70	124	123	116	84	103	124	145
Summa omsättningstillgångar	147	175	235	228	227	225	252	278	306
SUMMA TILLGÅNGAR	201	281	343	358	387	427	457	487	520
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	65	90	181	192	206	234	257	281	307
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Summa eget kapital	65	90	181	192	206	234	257	282	309
Långfristiga finansiella skulder	19	31	35	30	35	19	19	19	19
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Uppskjutna skatteskulder	6	8	10	12	16	16	16	16	16
Övriga långfristiga skulder	0	28	1	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	25	67	46	43	52	36	36	37	38
Kortfristiga finansiella skulder	21	22	18	24	25	25	25	25	25
Leverantörsskulder	18	26	16	21	26	33	35	35	37
Skatteskulder	0	0	4	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	72	77	78	75	79	99	105	108	112
Summa kortfristiga skulder	111	125	116	122	129	156	164	168	173
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	201	281	343	358	387	427	457	487	520

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	22	25	27	27	28	36	45	47	49
Icke kassaflödespåverkande poster	10	15	2	18	16	32	32	33	34
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	-2	16	17	-2	-1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	30	37	27	61	61	66	76	79	83
Investeringar	-7	-15	-16	-5	-4	-11	-12	-12	-13
Avyttringar	--	--	--	--	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	23	23	12	56	58	54	64	67	70
Utdelningar	-8	-11	-14	-17	-19	-21	-22	-22	-24
Nyemission / återköp	0	11	77	5	0	13	0	0	0
Förvärv	-14	-18	-28	-9	-19	-62	0	0	0
Länefinansiering och övriga justeringar	14	8	6	-16	-7	0	0	0	0
Kassaflöde	15	13	54	19	13	-16	43	45	47
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-17	-17	-70	-77	-72	-40	-59	-80	-102

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	4,72	3,97	4,02	5,20	6,42	6,70	7,06
EPS, justerad	--	--	5,49	4,10	4,72	5,85	6,42	6,70	7,06
FCF per aktie	--	--	1,97	5,22	5,60	4,66	5,82	6,14	6,51
Utdelning per aktie	--	--	2,60	2,90	3,00	3,10	3,20	3,40	3,50
Eget kapital per aktie	--	--	27,9	29,3	31,0	33,6	36,9	40,4	44,1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	19%	15%	24%	0%	10%	18%	7%	3%	4%
EBIT (justerad), tillväxt	76%	12%	21%	1%	15%	21%	9%	4%	5%
EPS (justerad), tillväxt	89%	17%	4%	-25%	15%	24%	10%	4%	6%
EBITDA-marginal (justerad)	10,9%	10,9%	10,5%	12,8%	12,9%	13,3%	13,2%	13,3%	13,5%
EBIT-marginal (justerad)	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%
Skattesats	23%	23%	22%	24%	22%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE (justerad)	37%	33%	24%	15%	16%	19%	18%	17%	17%
ROCE (justerad)	34%	23%	20%	15%	17%	19%	19%	19%	18%
ROIC	28%	20%	16%	13%	13%	15%	16%	15%	15%
Investeringar (mkr)	7	15	16	25	24	33	36	37	38
Investeringar / omsättning	2%	4%	3%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	n/a	n/a	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	n/a	n/a
Kundfordringar / omsättning	22%	24%	20%	18%	17%	18%	18%	17%	17%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	7%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Rörelsekapital / omsättning	0%	1%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	1,6x	1,6x	1,4x	1,4x	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld, rapporterad	-17	-17	-70	-70	-56	-40	-59	-80	-102
Soliditet	32%	32%	53%	54%	53%	55%	56%	58%	59%
Nettoskuldssättningsgrad	-26%	-19%	-39%	-36%	-27%	-17%	-23%	-28%	-33%
Nettoskuld / EBITDA (justerad)	-0,5x	-0,4x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,5x	-0,7x	-0,9x	-1,0x

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	n/a	n/a	11,9x	16,1x	14,8x	12,1x	11,0x	10,5x	10,0x
P/EK	n/a	n/a	2,3x	2,3x	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x	1,6x
P/FCF	n/a	n/a	33,2x	12,7x	12,4x	15,1x	12,1x	11,5x	10,9x
Direktavkastning	n/a	n/a	4,0%	4,4%	4,3%	4,4%	4,5%	4,8%	5,0%
Utdelningsandel, justerad	n/a	n/a	47%	71%	64%	53%	50%	51%	50%
EV/Sales	n/a	n/a	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	n/a	n/a	7,3x	6,2x	6,2x	5,4x	4,8x	4,4x	4,0x
EV/EBIT, justerad	n/a	n/a	9,8x	9,9x	9,6x	8,4x	7,3x	6,7x	6,0x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	65,5	66,0	69,6	70,6	70,6	70,6	70,6
EV, årets slut	n/a	n/a	377	385	428	451	432	411	390

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Nettoomsättning	128,3	126,6	97,9	134,1	129,9	124,1	99,6	131,5	141,6	139,4	107,0	143,5
Övriga intäkter	1,4	0,4	0,0	0,4	0,8	0,5	0,3	1,2	0,4	0,5	0,4	0,0
Försäljningskostnader	-115,1	-120,1	-90,6	-117,8	-112,2	-109,0	-89,0	-116,2	-125,9	-120,0	-95,8	-128,1
Rörelseresultat (EBITDA)	14,6	6,9	7,3	16,7	18,5	15,4	10,9	16,5	15,6	19,9	11,6	15,4
Avskrivningar	-3,4	-3,4	-3,2	-2,9	-4,9	-6,7	-6,3	-6,1	-6,8	-6,8	-6,3	-5,5
Resultat (EBIT)	11,2	3,5	4,1	13,8	13,7	8,7	4,6	10,4	8,8	13,0	5,3	9,9
Extraordinära Poster	0,0	3,3	0,5	0,4	0,0	0,3	0,4	0,7	2,3	1,8	1,8	1,8
Justerat Resultat (EBIT)	11,2	6,8	4,6	14,2	13,7	9,0	5,0	11,1	11,1	14,8	7,1	11,7
Finansiella intäkter	0,0	0,0	1,9	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Resultat före skatt	10,9	3,2	5,7	15,5	13,3	8,2	4,4	10,0	8,5	12,7	5,0	9,5
Skatter	-2,5	-1,1	-1,0	-3,2	-2,7	-2,0	-1,1	-2,9	-1,4	-4,1	-0,6	-1,7
Nettoresultat Rapporterat	8,3	2,1	4,7	12,3	10,6	6,3	3,2	7,1	7,1	8,6	4,4	7,8
Nettoresultat (just)	8,3	4,2	5,1	12,7	10,6	6,5	3,5	7,6	8,2	6,7	5,6	8,9

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Omsättningstillväxt	26%	26%	21%	22%	1%	-2%	2%	-1%	9%	12%	8%	8%
EBIT, tillväxt	0%	1%	70%	28%	22%	32%	9%	-22%	-26%	13%	34%	2%
EBITDA-marginal	11,3%	5,4%	7,5%	12,4%	14,2%	12,3%	10,9%	12,4%	11,0%	14,2%	10,8%	10,7%
EBIT-marginal (justerad)	8,7%	5,4%	4,7%	10,6%	10,5%	7,2%	5,0%	8,4%	7,8%	10,6%	6,6%	8,1%
Skattesats	23,4%	35,0%	16,9%	20,4%	20,5%	23,7%	26,0%	28,9%	16,1%	32,1%	12,5%	18,0%

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 grundas 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