



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 25 april 2024

CAG Group**Påskeffekt och en arbetsdag mindre****Lägre andel underkonsulter och en arbetsdag mindre**

Inledningen av 2024 fortsätter att vara stabil och vi ser ingen större förändring i marknaden sedan Q4. CAGs stora segment Försvar och Bank & Finans fortsätter att utvecklas stabilt. Systemutveckling inom offentlig sektor uppvisar fortfarande viss svaghet, vilket CAG också märker av. Q1'23 var marknadsläget fortfarande starkare så CAG möter relativt tuffa jämförelsetal och perioden innehöll dessutom en arbetsdag mindre jämfört med 2023. Omsättningen för Q1'24 uppgick till 231 mkr (236 mkr i Q1'23), vilket motsvarar en organisk tillväxt om -2%. Anledningen till den något lägre omsättningen är lägre andel intäkter från underkonsulter – 45 mkr (48 mkr) – och en arbetsdag mindre. EBITA-marginalen uppgick till 9,2% (10,8%) och beror främst på en kombination av lägre omsättning och fler anställda.

Fortsatt hög efterfrågan inom Försvar och Bank & Finans

Bolaget upprepar att de ser en något ökad aktivitet inför Q2 och att pipeline med affärer förbättrades mot slutet av kvartalet. Detta är anledningen till att CAG under den senaste perioden ökat antalet anställda – att vara redo när nya affärer kommer. Det är främst inom områdena för cybersäkerhet, Anti Money Laundering (AML) och Know Your Customer (KYC) som de stärkt upp personalstyrkan. Inom dessa områden ser de ökad efterfrågan, vilket bekräftas av nya avtal med bland annat IKANO Bank, Handelsbanken och Swedbank. DORA-regelverket inom den finansiella sektorn driver på efterfrågan på denna typ av tjänster. Högre efterfrågan från Bank & Finanssektorn återspeglas även i fördelningen mellan segmenten där detta segment steg till 23% (21%) av omsättningen under kvartalet. Därför ser vi än så länge inte några bekymmer med att bolaget ökat antalet anställda, men håller noga koll på utvecklingen.

Utsikterna för Q2 är goda

Utvecklingen under kvartalet var något svagare än vi förväntat oss och vi gör därför några mindre justeringar av våra estimat. Vi är positiva inför Q2 då bolaget möter lättare jämförelsetal, kvartalet har en arbetsdag extra jämfört föregående år och att påsken i år låg i Q1 istället för i Q2 som föregående år. Vi förväntar oss därför att CAG då kommer att återvända till positiv tillväxt. Våra mindre justeringar gör att vi sänker vårt motiverade värde till 105-115 kr per aktie från tidigare 110-120 kr.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	105 - 115 kr	
Totala intäkter	-2,4%	-2,3%	-3,1%	894	919	961	1 005	Aktiekurs	105 kr	
EBITDA, just.	-5,2%	-3,0%	-3,8%	Tillväxt	12%	3%	5%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-5,5%	-3,4%	-5,4%	EBITDA, just.	104	110	120	128	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	74	78	87	95			
Q2 - rapport	14 augusti 2024		EPS, just.	7,5	8,0	9,0	9,8			
Q3 - rapport	23 oktober 2024		EPS-tillväxt, just.	8%	8%	11%	10%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	41,7	45,9	50,6	55,8			
Antal aktier	7,2m		Utdelning per aktie	3,9	4,3	4,6	5,0			
Börsvärde	753		EBIT-marginal	8,3%	8,5%	9,1%	9,5%			
Nettoskuld	-16		ROE, just.	18,7%	18,3%	18,6%	18,5%			
EV	737		ROCE, just.	19,4%	19,7%	20,5%	20,7%			
Free float	60%		EV/Sales	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x			
Daglig handelsvolym, snitt	8k		EV/EBITDA	6,9x	6,7x	6,2x	5,7x			
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY		EV/EBIT	9,7x	9,4x	8,5x	7,7x			
Analytiker			P/E, just.	13,5x	13,1x	11,7x	10,7x	Intressekonflikter		
Hugo Lisjo			P/EK	2,4x	2,3x	2,1x	1,9x	Yes No		
hugo.lisjo@carnegie.se			Direktavkastning	3,9%	4,1%	4,4%	4,8%	Likviditetsgarant ✓		
			FCF yield	9%	10%	11%	12%	Certified adviser ✓		
			Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,8x	Transaktioner 12m ✓		

Investment case

CAG är en IT-konsult med specialistkompetens inom ett antal intressanta vertikaler och med 50% av intäkterna från offentlig sektor, vilket ger en hög visibilitet i intjäningen och goda tillväxtmöjligheter då såväl myndigheter som kommuner har stora digitaliseringsbehov framöver. Bolaget har därtill en stor nettokassa att använda till förvärv, vilket kan driva vinsttillväxten ytterligare. Vi anser att CAG har en konkurrensfördel avseende förvärv, då man arbetar med en decentraliserad organisation som det är attraktivt för medarbetare i förvärvade bolag att stanna i.

Digitaliseringsbehov i offentlig sektor ger stabil tillväxt

IT-konsultsektorn är ett attraktivt sätt att få exponering mot den ökande digitaliseringen i samhället. CAG arbetar främst med offentlig sektor (~50% av omsättningen) och Bank & Finans inom privat sektor (~22% av omsättningen), vilket är två kundgrupper med stora behov av såväl digitalisering som automatisering. Den strukturella tillväxten bör vara hög under lång tid framöver p.g.a. allt större krav på besparingar, effektiviseringar och regelefterlevnad.

Specialisering betyder nöjdare medarbetare och bättre konkurrenskraft

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

Kapitallätt affärsmodell

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

Potential till högre marginal på sikt

Under 2021 uppgick CAGs justerade EBITA-marginal till 8,0%, vilket är lägre än för övriga noterade IT-konsulter som har som mål att uppnå en marginal om 10%. Även om bolaget är mindre än de flesta av dessa och därmed har lägre skalfördelar, så finns det i våra ögon inget strukturellt som gör att även CAG på sikt inte skulle kunna nå 10%, vilket de även nu har som mål att uppnå mot utgången av 2025. Detta underbyggs även av att bolaget redovisat 10% i justerad EBITA-marginal i enskilda kvartal samt att ytterligare förvärv kan fungera marginalstärkande.

Värdering

Vi värderar CAG genom en kombination av multipel- och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 105–115 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i korthet

Färre dagar, påsk och en mjukare marknad inom offentlig sektor färgade kvartalet

Omsättningen under kvartalet sjönk med 2% jämfört med föregående år. Det beror främst på fyra olika faktorer. Den första är att kvartalet innehöll en dag mindre än jämförelsekvartalet. Slår vi ut omsättningen per dag motsvarar denna effekt ca 3,7 mkr. Den andra är att påsken i år var tidig och låg i Q1 istället för Q2. Det leder till att fler konsulter är lediga i anslutning till påsken, vilket ger en viss negativ effekt. Den tredje är att andelen intäkter från underkonsulter var lägre, 45 mkr (48 mkr i Q1'23). Den fjärde är en mjukare marknad inom offentlig sektor och framför allt systemutveckling.

Q2 kommer istället att innehålla en extra arbetsdag samt en positiv påskeffekt. Dessutom såg bolaget en förbättrad pipeline med affärer mot slutet av kvartalet. I kombination med att utvecklingen inom både Försvar och Bank & Finans fortfarande är stark ser vi positivt på Q2.

Letar aktivt efter intressanta förvärv

Bolaget nämner att de aktivt söker nya intressanta förvärv. Vi tycker att detta är positivt då bolaget har en stor kassa på omkring 100 mkr exklusive utdelning och en stabil balansräkning med låg skuldsättning. Vi noterar att bolaget under kvartalet inte amorterade mer på sina skulder; om det är en tillfällighet eller för att bolaget är nöjda med sin skuldsättningsnivå låter vi vara osagt. Det senaste stora förvärvet CAG genomförde var i juni 2022 då CAG förvärvade Syntell, en aktör som är starka inom Försvar, Transport, Energi, MedTech och Publik sektor. Förvärvet var lyckat och vi skulle gärna se att bolaget fortsätter att stärka sin position mot försvarssektorn.

Försvarssektorn är en speciell bransch som kräver att konsulterna genomgår sektorns specifika säkerhetskrav. Det gör att det som ny aktör är svårare att komma in branschen, men om man väl är inne är den stabilare. Då vi ser att upprustningen av det svenska försvaret kommer att fortgå under många år framöver är detta en intressant nisch för CAG.

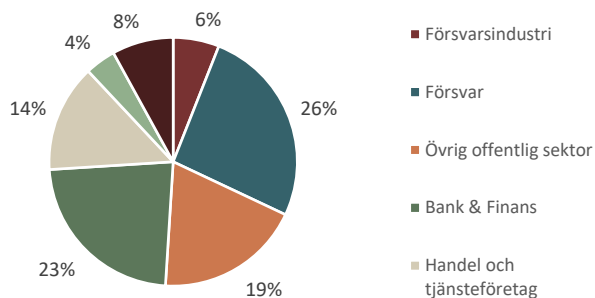
Som konsult inom försvarsbranschen finns det flera olika områden som är intressanta. I en initial fas läggs det mycket pengar på att införskaffa nytt materiel. Där finns det tre tydliga områden för CAG. Ur beställarens synvinkel kan CAG först hjälpa till med kravställning för att se till att man köper in materiel som möter användningsområdet på ett adekvat sätt. När materielen sedan levererats kan CAG vara med och kravtesta materielen så att den levererade produkten uppfyller de krav som ställdes vid beställningen. Från en leverantörs synvinkel kan CAG hjälpa till så att leverantören möter de krav som beställaren ställt på rätt sätt.

I nästa steg av upprustningen kommer fokus att skifta mer mot kompetens inom försvarsinfrastruktur. Då kan CAGs konsulter som ofta har lång erfarenhet från försvaret vara med i dessa projekt. Därmed ser vi att CAG kan vara med i alla steg av upprustningscykeln och vara en aktuell motpart under många år framöver.

CAG är en uppskattad arbetsgivare

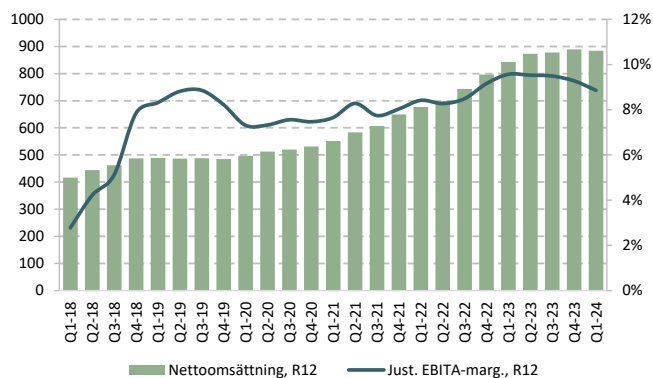
För andra året i rad placerar sig CAG på en tredje plats i Great Place to Work-undersökningen bland stora organisationer. För ett konsultbolag, där medarbetarna och kompetensen är det viktigaste, är detta ett viktigt kvitto som visar att bolagets konsulter är nöjda med sin arbetsgivare.

Försvaret och Bank & Finans fortsätter att vara de största segmenten



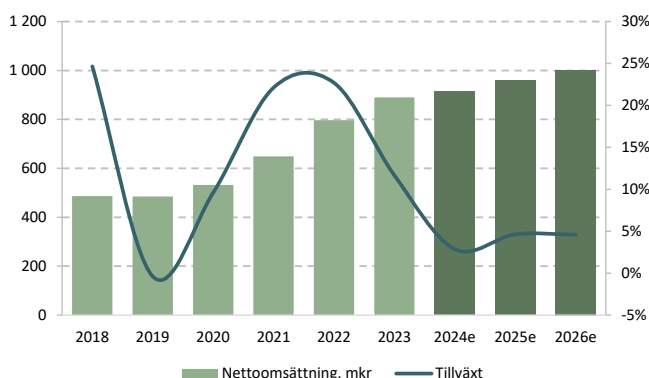
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Marginalen är fortsatt stabil även om den viker ned något, vi förväntar oss att trenden vänder upp under Q2



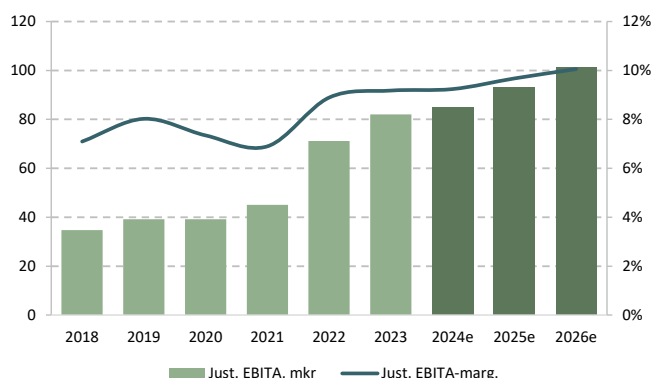
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Vi räknar med ca 5% tillväxt per år de kommande åren



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Prisökningar och skal fördelarna i fler konsulter driver marginalerna på sikt

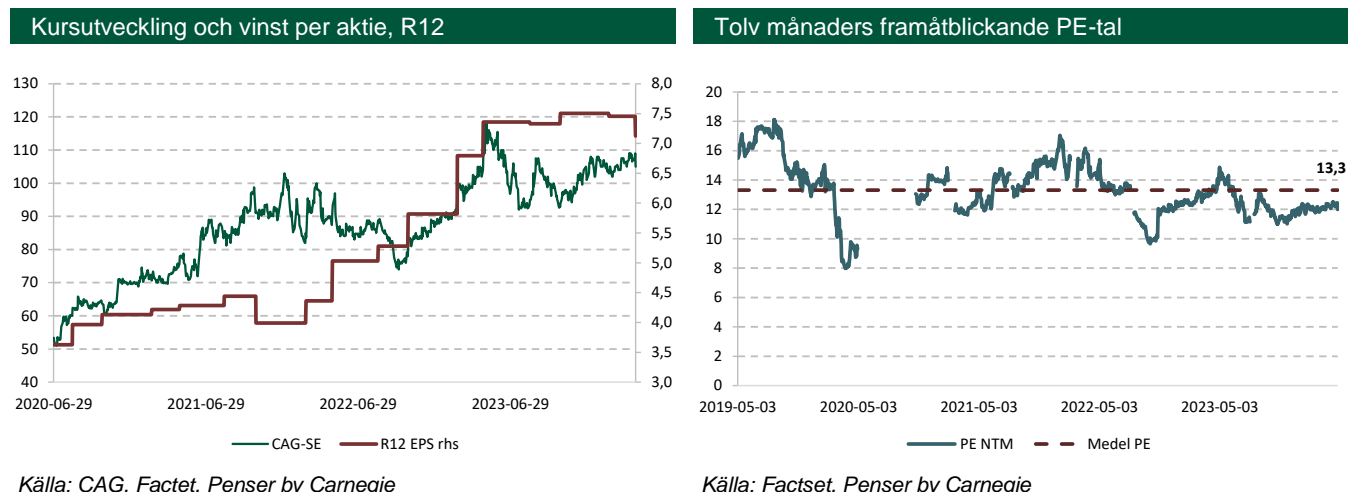


Källa: CAG, Penser by Carnegie

Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. Med bakgrund av att vi sänker våra vinstförväntningar något minskar värdet i vår kassaflödesvärdering. I multipelvärderingen jämför vi 2024 års vinst med snittet på det tolv månaders framåtblickande PE-talet. Kassaflödesvärderingen värderar CAG till 109 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 107 kr. Vi sänker därmed vårt motiverade värde till 105-115 kr per aktie från tidigare 110-120.

I grafen "Kursutveckling och vinst per aktie, rullande 12m" syns hur priset har följt utvecklingen av vinst per aktie relativt väl. I grafen "Tolv månaders framåtblickande PE-tal" syns hur CAG historiskt varit värderad med ett medel på 13,3x. Värderingen är i dagsläget under medel.



Vi väljer att värdera CAG på 2024 års vinst per aktie, 8,0 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,3. Det indikerar ett motiverat värde om 107 kr per aktie. En PE-multipel på 13,3 är över jämförelsegruppens snitt, men det motiveras av att CAG behållit sina marginaler och har en starkare finansiell ställning.

Känslighetstabell

		Vinst per aktie, 2024				
		6,4	7,2	8,0	8,8	9,6
PE, NTM	11,3	73	82	91	100	109
	12,3	79	89	99	109	119
	13,3	86	96	107	118	128
	14,3	92	103	115	126	138
	15,3	98	111	123	135	148

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Liknande bolags värdering

SEKm	Börsvärde	EV	Nettoskuld	Omsättning	EBITDA, YTD	EBIT	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Kommande 12 månader			P/E
									EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Avensia	298	409	111	390	37	26	9,6%	7%	0,9x	-	-	12,4x
B3	632	1 081	449	-	-	-	-	-	0,7x	7,7x	-	11,0x
Knowit	4 069	5 274	1 204	4 812	562	363	11,7%	8%	0,7x	7,2x	9,6x	14,4x
Precio	330	-	-	249	39	23	15,5%	9%	-	-	-	-
Softronic	1 254	968	-286	787	117	94	14,8%	12%	-	-	-	-
Medel							12,9%	8,9%	0,8x	7,5x	9,6x	12,6x
Median							13,3%	8,5%	0,7x	7,5x	9,6x	12,4x
CAG	756	719	(37)	919	110	78	12,0%	8,5%	0,8x	7,0x	9,8x	13,6x

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 109 kr per aktie.

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			431
PV of terminal value (perpetuity formula)			329
Enterprise value			760
Latest net debt			-16
Minority interests & other			0
Equity value			776
No. of shares outstanding (millions)			7.2
Equity value per share (SEK)			109
Implicit multipl.			
	2023	2024	2025
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,3	6,9	6,6
EV/EBIT	10,3	9,7	9,4
EV/NOPLAT	13,0	12,2	11,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			105,0

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	3,6%
Beta	1,0
Cost of equity	11,6%
Cost of debt (pre-tax)	0,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	11,6%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	9,0%
Depreciation (% of sales)	4,9%
Capex (% of sales)	5,3%
Working cap. (% of sales)	4,5%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,6%	109	109	109	109	109
	11,1%	109	109	109	109	109
	11,6%	109	109	109	109	109
	12,1%	109	109	109	109	109
	12,6%	109	109	109	109	109
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	10,6%	109	109	109	109	109
	11,1%	109	109	109	109	109
	11,6%	109	109	109	109	109
	12,1%	109	109	109	109	109
	12,6%	109	109	109	109	109

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	487	485	532	649	797	890	915	958	1 002
Övriga rörelseintäkter	2	3	1	4	3	4	3	4	4
Totala intäkter	489	488	533	653	800	894	919	961	1 005
Kostnad sålda varor	-278	-278	-290	-347	-391	-433	-452	-468	-488
Bruttoresultat	211	210	242	306	409	461	467	493	517
Försäljningskostnader	-68	-72	-106	-144	-213	-231	-232	-243	-252
Administrationskostnader	-31	-31	-32	-39	-43	-48	-50	-52	-54
Övriga rörelsekostnader	-66	-46	-41	-51	-58	-78	-75	-78	-82
EBITDA	46	61	63	71	94	104	110	120	128
Jämförelsestörande poster	0	0	-1	-2	-1	0	0	0	0
EBITDA, justerad	46	61	63	73	94	104	110	120	128
Avskrivningar	-8	-19	-20	-25	-23	-22	-25	-27	-27
EBITA, justerad	37	43	43	48	72	82	85	93	101
Avskrivningar immateriella tillgångar	-5	-5	-5	-6	-6	-8	-7	-6	-6
EBIT	33	37	37	40	65	74	78	87	95
EBIT, justerad	33	38	38	42	66	74	78	87	95
Finansnetto	3	-2	-1	-2	-3	-4	-3	-3	-3
Resultat före skatt	35	36	36	38	62	69	75	84	92
Resultat före skatt, justerad	35	36	36	40	63	69	75	84	92
Total skatt	-8	-9	-8	-8	-14	-16	-17	-19	-21
Nettoresultat	27	27	28	30	48	53	58	64	71
Nettoresultat, justerad	27	27	28	32	49	53	58	64	71
Omsättningsstillväxt	Neg.	0%	9%	23%	22%	12%	3%	5%	5%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,8%	51,0%	51,5%	51,6%
EBIT-marginal, justerad	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,3%	8,5%	9,1%	9,5%
EPS, justerad	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,46	8,04	8,96	9,84
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-13%	2%	9%	48%	8%	8%	11%	10%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	33	37	37	40	65	74	78	87	95
Övriga kassaflödesposter	-3	8	7	10	8	8	0	10	9
Förändringar i rörelsekapital	-2	16	17	2	18	-15	5	-1	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	27	61	61	52	90	66	83	96	99
Investeringar i anläggningstillgångar	-15	-3	-2	-1	-1	-4	-4	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-2	-1	0	-1	0	-4	-6	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-5	-4	-1	-3	-4	-8	-11	-11
Fritt kassaflöde	12	56	58	51	88	62	75	86	88
Förvärv och avyttringar	-2	-9	-19	-75	-53	-13	0	0	0
Nyemission / återköp	77	5	0	13	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	2	-12	-8	18	56	-29	0	0	0
Utdelningar	-14	-17	-19	-21	-22	-26	-28	-31	-33
Övriga poster	-22	-24	-19	-21	-20	-18	-19	-20	-21
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	-56	-65	-87	-39	-85	-47	-51	-54
Kassaflöde	54	0	-8	-36	48	-23	28	35	34
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-37	-71	-105

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	74	85	106	163	213	215	215	215	215
Övriga immateriella tillgångar	1	5	9	21	30	22	19	19	19
Materiella anläggningstillgångar	29	35	40	28	29	43	41	39	38
Finansiella anläggningstillgångar	2	2	2	1	1	1	0	0	0
Andelar i intresseföretag	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	109	130	160	216	275	284	279	277	276
Kundfordringar	100	88	89	126	147	171	173	182	193
Övriga omsättningstillgångar	12	16	23	28	34	27	29	30	32
Likvida medel och kortfristiga placeringar	124	123	116	81	129	105	133	168	202
Summa omsättningstillgångar	235	228	227	236	310	304	335	380	427
SUMMA TILLGÅNGAR	343	358	387	453	585	588	614	657	702
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	181	192	206	234	272	299	329	362	400
Summa eget kapital	181	192	206	234	272	299	329	362	400
Långfristiga räntebärande skulder	17	10	2	23	59	31	31	31	31
Långfristiga leasingsskulder	18	13	17	10	9	21	21	21	21
Övriga långfristiga skulder	11	21	33	22	25	26	25	25	25
Summa långfristiga skulder	46	43	52	55	93	77	77	77	77
Kortfristiga räntebärande skulder	12	8	8	12	29	29	29	29	29
Leverantörsskulder	16	21	26	39	51	55	58	61	64
Kortfristiga leasingsskulder	6	16	17	14	16	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	82	77	79	99	125	111	106	112	117
Summa kortfristiga skulder	116	122	129	164	220	212	208	218	226
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	343	358	387	453	585	588	614	657	702

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	0%	9%	23%	22%	12%	3%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	35%	2%	15%	30%	10%	6%	9%	7%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	15%	0%	12%	55%	12%	6%	11%	9%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-13%	2%	9%	48%	8%	8%	11%	10%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,8%	51,0%	51,5%	51,6%
EBITDA-marginal	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	12,0%	12,5%	12,8%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	12,7%	11,9%	11,2%	11,9%	11,7%	12,0%	12,5%	12,8%
EBIT-marginal	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,3%	8,5%	9,1%	9,5%
EBIT-marginal, justerad	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,3%	8,5%	9,1%	9,5%
Vinst-marginal, justerad	5,6%	5,6%	5,4%	4,9%	6,2%	6,0%	6,3%	6,7%	7,0%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	14%	15%	19%	19%	18%	19%	19%
ROCE, justerad	Neg.	16%	15%	16%	20%	19%	20%	20%	21%
ROIC, justerad	Neg.	33%	30%	24%	28%	27%	27%	30%	32%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	20%	18%	17%	19%	18%	19%	19%	19%	19%
Leverantörsskulder / KSV	6%	8%	9%	11%	13%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	29%	27%	28%	31%	27%	26%	26%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	3%	1%	1%	3%	1%	4%	4%	4%	4%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-37	-71	-105
Soliditet	53%	54%	53%	52%	46%	51%	54%	55%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-1,5x	-1,3x	-1,1x	-0,3x	-0,2x	-0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,8x

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	4,85	4,17	4,22	4,42	6,79	7,46	8,04	8,96	9,84
EPS, justerad	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,46	8,04	8,96	9,84
FCF per aktie	2,09	8,56	8,72	7,47	12,3	8,67	10,5	11,9	12,2
Utdelning per aktie	2,60	2,90	3,00	3,10	3,60	3,90	4,30	4,60	5,00
Eget kapital per aktie	31,1	28,1	29,6	33,4	38,3	41,7	45,9	50,6	55,8
Antal aktier vid årets slut, m	5,82	6,85	6,95	7,00	7,11	7,17	7,17	7,17	7,17
Antal aktier efter utspädning, snitt	5,66	6,53	6,63	6,84	7,11	7,17	7,17	7,17	7,17

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

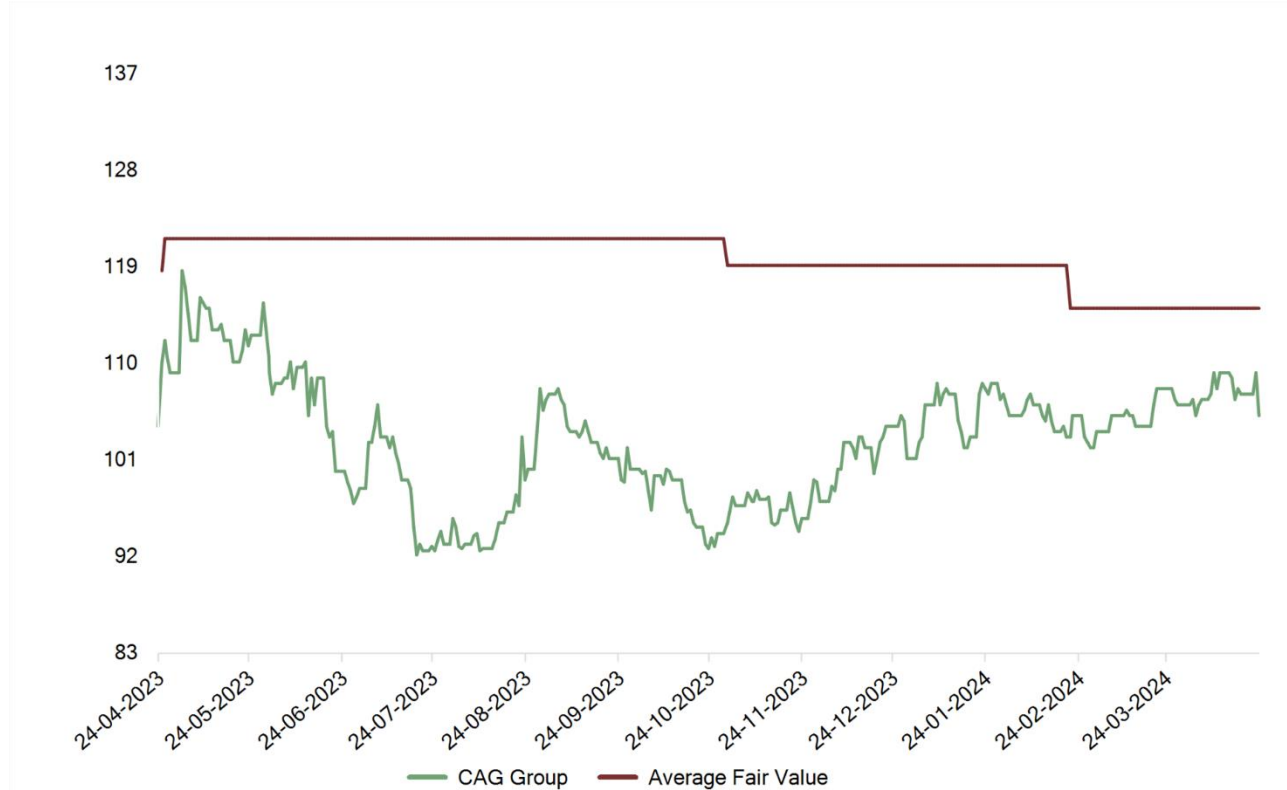
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	13,5x	15,7x	16,2x	20,8x	12,7x	13,5x	13,1x	11,7x	10,7x
P/EK	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,3x	2,4x	2,3x	2,1x	1,9x
P/FCF	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	7,1x	11,6x	10,0x	8,8x	8,6x
FCF-yield	3%	13%	13%	8%	14%	9%	10%	11%	12%
Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	3,9%	4,1%	4,4%	4,8%
Utdelningsandel, justerad	53,6%	69,1%	69,9%	66,4%	52,2%	52,3%	53,5%	51,4%	50,8%
EV/Sales	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	6,8x	6,1x	6,5x	9,0x	6,5x	6,9x	6,7x	6,2x	5,7x
EV/EBIT, justerad	9,5x	10,0x	11,0x	15,6x	9,3x	9,7x	9,4x	8,5x	7,7x
EV	309	375	412	656	609	715	737	737	737
Aktiekurs	65,5	66,0	69,6	97,0	88,0	101	105	105	105

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

CAG Group (CAG SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygat, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc ansvarar för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95