



## Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 24 oktober 2024

**CAG Group**

## Stabil omsättning och stigande marginal – Q3-review

**Underliggande verksamhet växte med 0,4%**

CAG fortsätter att uppvisa en stabil utveckling under ett säsongsmässigt svagt kvartal i en fortsatt osäker marknad. Q3'24 innehöll en extra arbetsdag jämfört med föregående år, vilket påverkade både omsättning och marginal positivt. Totalt steg omsättningen med 0,3% y/y. CAG:s underliggande omsättningstillväxt, justerat för intäkter från underkonsulter och den extra arbetsdagen, steg med 0,4%. EBITA-marginalen nådde för att vara Q3 rekordhög 7,1% (6,1), delvis tack vare den extra arbetsdagen. Försvars- samt Bank&Finans-segmenten, som tillsammans står för 56% av omsättningen YTD, fortsatte att visa god efterfrågan, medan den övriga offentliga sektorn förblir mer avvaktande.

**Marknaden efterfrågar CAG:s kompetens**

CAG är det första av de svenska IT-konsultbolagen att rapportera, vilket innebär att vi ännu inte kan jämföra utvecklingen med liknande företags utveckling. Genom att följa marknadsutvecklingen i andra medier kan vi konstatera att flera andra aktörer i branschen bekräftar CAG:s syn på marknaden. Det rapporteras om att fler projekt startar upp, vilket ökar efterfrågan på IT-projektledare, IT-managementroller och IT-chefer. De kompetenser med högst efterfrågan finns inom Machine Learning, AI och cybersäkerhet. För CAG bekräftas detta genom en ökad efterfrågan inom Bank&Finans-sektorn, där bland annat DORA-regelverket skärper kraven på cybersäkerhet. Vi gör inga större förändringar som följd av kvartalets utveckling, eftersom den var i linje med våra förväntningar.

**Behåller vårt motiverade värde**

Enligt arbetsdagarperår.se kommer Q4'24 att innehålla en arbetsdag mer än föregående år, men eftersom julen ligger fördelaktigt för arbetstagarna förväntar vi oss inte en lika stor effekt som under andra kvartal. I kombination med en förbättrad marknad för IT-konsulter förväntar vi oss en omsättningstillväxt på 2,4% under fjärde kvartalet. Eftersom CAG amorterade av en stor del av skulden under det tredje kvartalet, räknar vi även med att de finansiella kostnaderna kommer att minska framgent. Då vi inte gör några större förändringar i våra prognoser, bibehåller vi vårt motiverade värde på 100–115 kr per aktie.

**Estimatändring**

	24e	25e	26e
Totala intäkter	-0,6%	-0,5%	-0,5%
EBITDA, just.	-2,3%	-2,1%	-1,2%
EPS, just.	-3,6%	-1,4%	-0,7%

**Kommande händelser**

Q4 - rapport 20 februari 2025

**Bolagsfakta (mkr)**

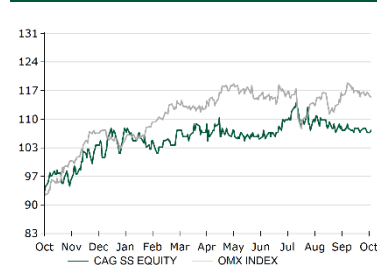
Antal aktier	7,2m
Börsvärde	778
Nettoskuld	-23
EV	755
Free float	60%
Daglig handelsvolym, snitt	1k
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY

**Analytiker**Hugo Lisjo  
hugo.lisjo@carnegie.se**Prognos (mkr)**

	2023	2024e	2025e	2026e
Totala intäkter	894	898	925	972
Tillväxt	12%	1%	3%	5%
EBITDA, just.	104	101	110	120
EBIT, just.	74	70	79	88
EPS, just.	7,5	7,1	8,3	9,2
EPS-tillväxt, just.	7%	-5%	16%	12%
EK/aktie	41,7	44,9	49,1	54,1
Utdelning per aktie	3,9	4,0	4,3	4,6
EBIT-marginal	8,2%	7,8%	8,5%	9,0%
ROE, just.	18,9%	16,5%	17,6%	17,9%
ROCE, just.	19,5%	18,5%	20,2%	20,7%
EV/Sales	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA	6,9x	7,5x	6,8x	6,3x
EV/EBIT	9,7x	10,8x	9,6x	8,6x
P/E, just.	13,4x	15,2x	13,1x	11,7x
P/EK	2,4x	2,4x	2,2x	2,0x
Direktavkastning	3,9%	3,7%	4,0%	4,2%
FCF yield	9%	9%	10%	11%
Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,4x	-0,6x	-0,8x

**Värde och risk**

Motiverat värde	100 - 115 kr
Aktiekurs	109 kr
Riskenivå	Medel

**Kursutveckling 12 mån****Intressekonflikter**

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**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, varav Försvar ~30%) och Bank&Finans inom privat sektor (~22% av omsättningen), vilket är två kundgrupper med stora behov av såväl digitalisering som automatisering. Vi bedömer att den strukturella tillväxten kommer vara hög under lång tid framöver p.g.a. allt större krav på besparingar, effektiviseringar och regelefterlevnad samt på uppbygganden av förmåga och kapacitet inom försvarssektorn.

**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 specialiseringen 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 2023 uppgick CAG:s justerade EBITA-marginal till 9,2% och bolaget har som mål att 2025 uppnå en marginal om 10%. Vi anser det vara möjligt för CAG att nå detta, även om vi räknar med att det dröjer till 2026. Anledningen är den svagare marknaden under främst 2024. Historiskt har bolaget under flera enskilda kvartal uppvisat en EBITA-marginal över 10%. Ytterligare skalfördelar och förvärv anser vi vara det som tydligast driver fortsatt marginalexpansion.

## Bolagsbeskrivning

CAG är en IT-konsult med specialistkompetens inom ett antal intressanta vertikaler. 50% av intäkterna kommer från offentlig sektor, varav ~30% inom försvarssektorn, 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 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.

## Värdering

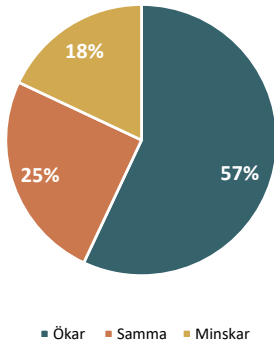
Vi värderar CAG med en kombination av multipel- och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 100–115 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

## Kvartalet i korthet

### IT-budgetarna förväntas öka under 2025

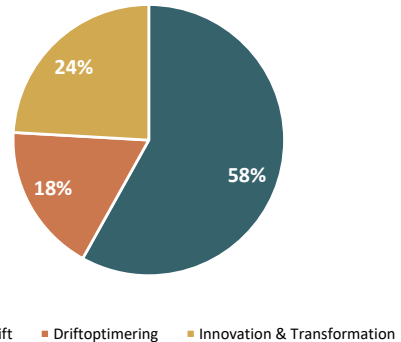
I en ny rapport från Radar, baserad på både kvantitativa data och intervjuer med kunder, leverantörer och branschaktörer, förväntar sig 57 % av de svarande att IT-budgetarna kommer att öka under 2025 jämfört med 2024. Den absolut största delen av budgetarna förväntas gå till löpande drift, följt av innovation och transformation samt driftoptimering. Eftersom CAG erbjuder tjänster inom alla dessa områden ser vi positivt på bolagets utsikter inför 2025.

#### Förändring av IT-budget för 2025 i jämförelse med 2024



Källa: Radar

#### Strategisk fördelning av IT-kostnader

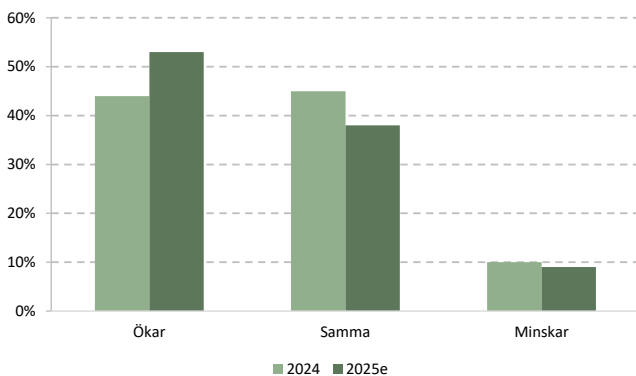


Källa: Radar

Det som talar för fortsatta prishöjningar är att en ökande andel av de tillfrågade förväntar sig att IT-projektkostnaderna kommer att stiga. Detta beror delvis på ökade kostnader för produkter och system, men det tyder också på en bredare acceptans för stigande priser. Det som däremot är oroande är att konsultavtal ofta är det första som företag väljer att skära ned på när de ska minska sina kostnader, medan cybersäkerhet är det sista de drar in på. Detta indikerar att IT-konsulter måste specialisera sig inom särskilda områden, såsom att hjälpa sina kunder stärka sitt cyberförsvar eller erbjuda nya innovativa lösningar för att effektivisera kundernas verksamheter.

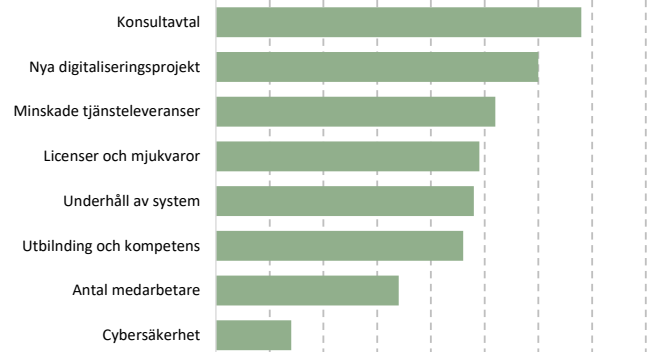
Denna utveckling stämmer väl överens med vad CAG har rapporterat, där de sett en tuffare marknad inom systemutveckling, men ökad efterfrågan på PEN-tester och cybersäkerhetstjänster. Nya direktiv som DORA och NIS2 bidrar till att driva fokus och efterfrågan på dessa tjänster. Vi anser att det är viktigt för CAG att fortsätta stärka sin kompetens inom dessa områden samt att ligga i framkant när det kommer till att implementera AI-lösningar hos sina kunder för att öka effektiviteten.

#### Kostnadsnivå för IT-avdelningens projekt



Källa: Radar

#### Rangordning och prioritering vid minskning av kostnader



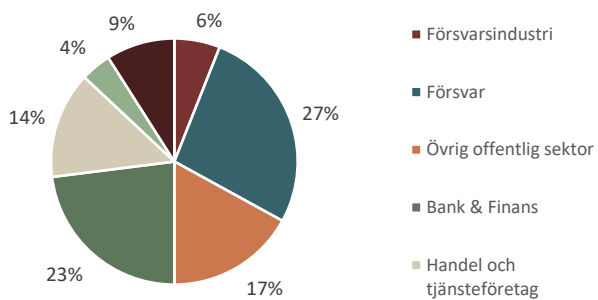
Källa: Radar

## Fortsatt hög efterfrågan inom Försvar och Bank & Finans

Som vi förväntade oss fortsätter Försvars- samt Bank- och Finansektorerna att prestera starkt. Exempelvis tilldelades CAG nya projekt av FMV inom ledningsförmåga och militär sjukvård, samt ytterligare uppdrag från BAE Systems Hägglunds. Försvarsinvesteringarna kommer att fortsätta öka de kommande åren, med ett skifte från att huvudsakligen gälla ammunition och vapensystem till att fokusera på andra kritiska områden som infrastruktur, träning och underhåll. Därför förväntar vi oss att CAG:s åtaganden gentemot FMV gradvis kommer att öka.

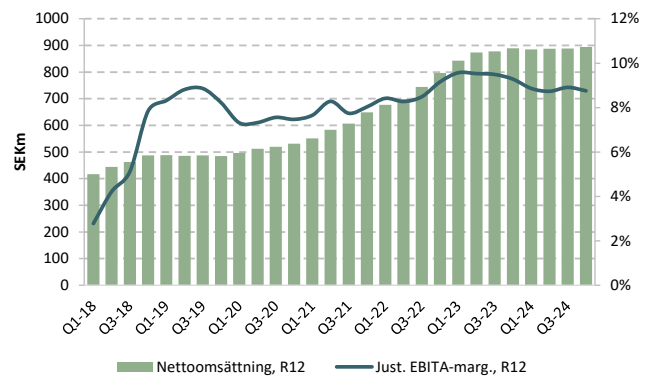
Med det sagt ser vi fortsatt hög efterfrågan från försvarsindustrin, där orderböckerna är fyllda och ska levereras, samtidigt som vi förväntar oss att orderingången kommer att fortsatt vara god i och med att budgetarna fortsätter att expandera kommande år.

### Som väntat Försvar och Bank & Finans starkast



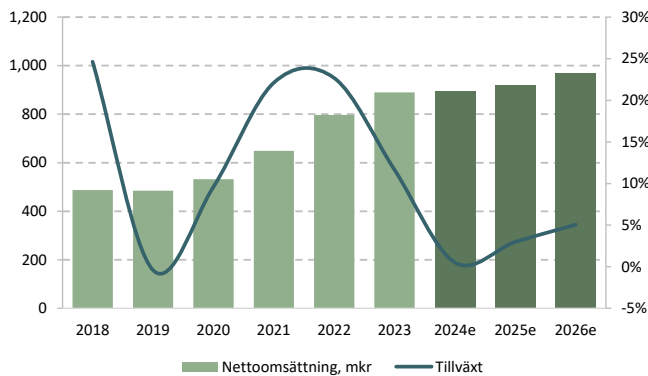
Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Omsättningen är stabil trots en avvaktande marknad



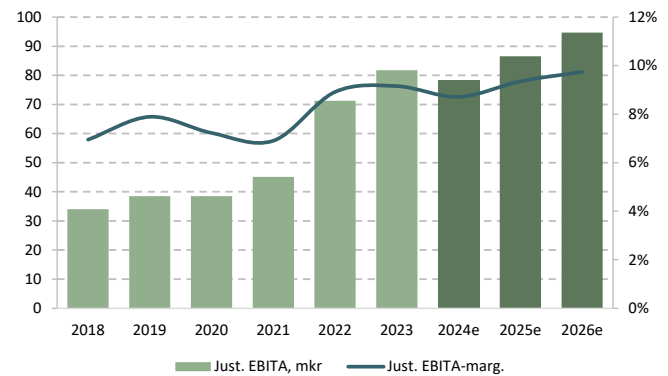
Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Vi räknar inte med förvärv i våra prognoser, men förväntar oss att det kommer att ske något under 2025



Källa: CAG, Penser by Carnegie

### Den avvaktande marknaden under 2024 bromsar marginalutvecklingen för innevarande år



Källa: CAG, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Vi gör inga större förändringar som en följd av kvartalets utveckling, då resultaten i stort var i linje med våra förväntningar. Den största avvikelserna var att bolaget amorterade mer än vi förväntat oss, vilket kommer att minska de framtida finansiella kostnaderna.

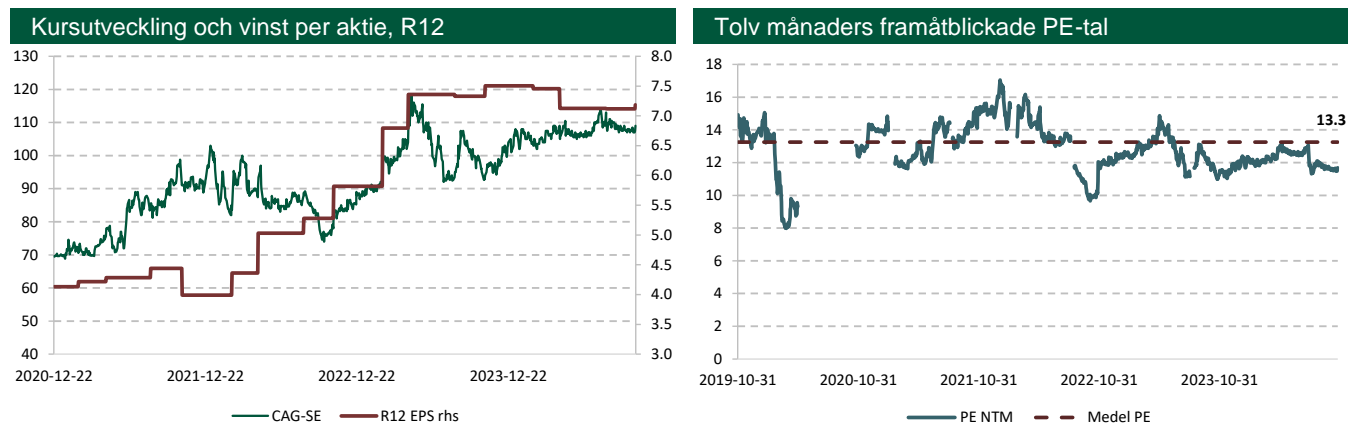
SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	890	894	921	968	900	925	972	-1%	0%	0%
Personalkostnader	-433	-451	-464	-488	-453	-467	-491	-1%	-1%	-1%
Kostnader för utförda tjänster	-231	-228	-226	-232	-229	-228	-233	0%	0%	0%
Admin	-48	-50	-52	-54	-50	-52	-55	-1%	-1%	-1%
Övriga externa kostnader	-78	-69	-73	-78	-68	-71	-77	1%	3%	1%
Totala av-/nedskrivningar	-30	-31	-32	-32	-32	-33	-33	-3%	-5%	-3%
<b>EBITA, justerad</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>89</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>-2%</b>
<b>EBITA-marg.</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>-0.2 pp</b>	<b>-0.2 pp</b>	<b>-0.1 pp</b>
Finansiellt netto	-4	-4	-2	-2	-3	-3	-3	18%	-31%	-32%
Inkomstskatt	-16	-15	-17	-20	-16	-18	-20	-4%	-1%	-1%
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>-4%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>

Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. Då förändringarna vi gjort är så pass små är värdet i vår kassaflödesvärdering oförändrat. I multipelvärderingen jämför vi 2025 års vinst med snittet på det tolv månader framåtblickande PE-talet. Kassaflödesvärderingen värderar CAG till 103 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 110 kr. Vi behåller därmed vårt motiverade på 100-115 kr per aktie.

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



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi väljer att värdera CAG på 2025 års vinst per aktie, 8,3 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,3x. Det indikerar ett motiverat värde om 110 kr per aktie. En PE-multipel på 13,3x sticker inte ut, utan är normalt inom branschen.

### Känslighetstabell

		Vinst per aktie, 2025				
		6.6	7.4	8.3	9.1	9.9
PE, NTM	11.3	74	84	93	102	112
	12.3	81	91	101	112	122
	13.3	88	99	110	121	132
	14.3	94	106	118	130	142
	15.3	101	114	126	139	151

Källa: Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 103 kr per aktie.

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			414
PV of terminal value (perpetuity formula)			307
<b>Enterprise value</b>			<b>721</b>
Latest net debt			-16
Minority interests & other			0
<b>Equity value</b>			<b>737</b>
No. of shares outstanding (millions)			7.2
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>103</b>

Implicit multipl.	2023	2024	2025
EV/Sales	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.9	7.1	6.9
EV/EBIT	9.8	10.3	10.1
EV/NOPLAT	12.3	13.0	12.7

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%	106	110	115	120	126
	11.1%	101	104	108	113	118
	11.6%	96	99	<b>103</b>	107	111
	12.1%	92	95	98	101	105
	12.6%	88	91	94	97	100

		Long-term EBIT margin				
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	10.6%	70	92	115	137	159
	11.1%	67	88	108	129	150
	11.6%	65	84	<b>103</b>	122	141
	12.1%	63	80	98	116	133
	12.6%	61	77	94	110	127

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>487</b>	<b>485</b>	<b>532</b>	<b>649</b>	<b>797</b>	<b>890</b>	<b>894</b>	<b>921</b>	<b>968</b>
Övriga rörelseintäkter	2	3	1	4	3	4	4	4	5
<b>Totala intäkter</b>	<b>489</b>	<b>488</b>	<b>533</b>	<b>653</b>	<b>800</b>	<b>894</b>	<b>898</b>	<b>925</b>	<b>972</b>
Kostnad sålda varor	-278	-278	-290	-342	-391	-433	-451	-464	-488
<b>Bruttoresultat</b>	<b>211</b>	<b>210</b>	<b>242</b>	<b>311</b>	<b>409</b>	<b>461</b>	<b>448</b>	<b>461</b>	<b>484</b>
Försäljningskostnader	-68	-72	-106	-144	-213	-231	-228	-226	-232
Administrationskostnader	-31	-31	-32	-38	-43	-48	-50	-52	-54
Övriga rörelsekostnader	-66	-46	-41	-58	-59	-78	-69	-73	-78
<b>EBITDA</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	<b>94</b>	<b>104</b>	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>120</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	<b>94</b>	<b>104</b>	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>120</b>
Avskrivningar	-13	-24	-24	-26	-22	-22	-23	-24	-25
<b>EBITA, justerad</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>78</b>	<b>87</b>	<b>95</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	0	-1	-5	-7	-8	-8	-8	-7
<b>EBIT</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>88</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>67</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>88</b>
Finansnetto	3	-2	-1	-2	-3	-4	-4	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>69</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>86</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>86</b>
Total skatt	-8	-9	-8	-8	-14	-16	-15	-17	-20
<b>Nettoresultat</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>66</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>66</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	0%	9%	23%	22%	12%	1%	3%	5%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,9%	51,3%	51,8%	50,1%	50,1%	50,0%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	7,9%	8,1%	7,3%	8,3%	8,3%	7,8%	8,5%	9,0%
EPS, justerad	5,87	4,35	5,15	5,47	7,04	7,52	7,13	8,27	9,25
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-26%	18%	6%	29%	7%	-5%	16%	12%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	33	37	37	41	65	74	70	79	88
Övriga kassaflödesposter	-3	8	7	10	8	8	-10	12	11
Förändringar i rörelsekapital	-2	16	17	2	18	-15	14	0	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>27</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>52</b>	<b>90</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>91</b>	<b>93</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-15	-3	-2	-1	-1	-4	-3	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-2	-1	0	-1	0	-3	-6	-6
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-16</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>12</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>51</b>	<b>88</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>81</b>	<b>83</b>
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	-22	0	0
Utdelningar	-14	-17	-19	-21	-22	-26	-28	-29	-31
Övriga poster	-22	-24	-19	-21	-20	-18	-19	-19	-20
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>42</b>	<b>-56</b>	<b>-65</b>	<b>-87</b>	<b>-39</b>	<b>-85</b>	<b>-69</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-36</b>	<b>48</b>	<b>-23</b>	<b>-1</b>	<b>33</b>	<b>32</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-70</b>	<b>-77</b>	<b>-72</b>	<b>-23</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	<b>-36</b>	<b>-69</b>	<b>-101</b>

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie



## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	74	85	106	163	213	215	215	215	215
Övriga immateriella tillgångar	1	5	9	21	30	22	17	15	13
Materiella anläggningstillgångar	29	35	40	28	29	43	36	36	36
Finansiella anläggningstillgångar	2	2	2	1	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	3	3	3	3	3	3	2	2	2
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>160</b>	<b>216</b>	<b>275</b>	<b>284</b>	<b>270</b>	<b>268</b>	<b>266</b>
Kundfordringar	100	88	89	126	147	171	169	175	187
Övriga omsättningstillgångar	12	16	23	28	34	27	28	29	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	124	123	116	81	129	105	104	137	168
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>235</b>	<b>228</b>	<b>227</b>	<b>236</b>	<b>310</b>	<b>304</b>	<b>301</b>	<b>341</b>	<b>386</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>343</b>	<b>358</b>	<b>387</b>	<b>453</b>	<b>585</b>	<b>588</b>	<b>571</b>	<b>609</b>	<b>652</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	181	192	206	234	272	299	322	352	388
<b>Summa eget kapital</b>	<b>181</b>	<b>192</b>	<b>206</b>	<b>234</b>	<b>272</b>	<b>299</b>	<b>322</b>	<b>352</b>	<b>388</b>
Långfristiga räntebärande skulder	17	10	2	23	59	31	14	14	14
Långfristiga leasingskulder	18	13	17	10	9	21	13	13	13
Övriga långfristiga skulder	11	21	33	22	25	26	25	25	25
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>93</b>	<b>77</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	12	8	8	12	29	29	24	24	24
Leverantörsskulder	16	21	26	39	51	55	56	59	62
Kortfristiga leasingskulder	6	16	17	14	16	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	82	77	79	99	125	111	101	105	111
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>129</b>	<b>164</b>	<b>220</b>	<b>212</b>	<b>198</b>	<b>205</b>	<b>213</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>343</b>	<b>358</b>	<b>387</b>	<b>453</b>	<b>585</b>	<b>588</b>	<b>571</b>	<b>609</b>	<b>652</b>

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%	1%	3%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	35%	2%	14%	32%	11%	-3%	9%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	0%	12%	10%	40%	11%	-5%	12%	12%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-26%	18%	6%	29%	7%	-5%	16%	12%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,9%	51,3%	51,8%	50,1%	50,1%	50,0%
EBITDA-marginal	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	11,3%	12,0%	12,4%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	11,3%	12,0%	12,4%
EBIT-marginal	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,2%	7,8%	8,5%	9,0%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	7,9%	8,1%	7,3%	8,3%	8,3%	7,8%	8,5%	9,0%
Vinst-marginal, justerad	6,8%	5,9%	6,4%	5,8%	6,3%	6,1%	5,7%	6,4%	6,8%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	17%	17%	20%	19%	16%	18%	18%
ROCE, justerad	Neg.	16%	18%	18%	20%	20%	19%	20%	21%
ROIC, justerad	Neg.	34%	35%	28%	29%	27%	24%	28%	31%

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%	12%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	29%	27%	28%	31%	27%	25%	25%	25%
Rörelsekapital / totala intäkter	3%	1%	1%	3%	1%	4%	4%	4%	5%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,1x	2,3x	2,3x	2,2x	2,1x

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-36	-69	-101
Soliditet	53%	54%	53%	52%	46%	51%	56%	58%	59%
Nettoskultsättningsgrad	-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	-0,4x	-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	4,43	6,79	7,46	7,13	8,27	9,25
EPS, justerad	5,87	4,35	5,15	5,47	7,04	7,52	7,13	8,27	9,25
FCF per aktie	2,09	8,56	8,72	7,48	12,3	8,67	9,40	11,3	11,5
Utdelning per aktie	2,60	2,90	3,00	3,10	3,60	3,90	4,00	4,30	4,60
Eget kapital per aktie	31,1	28,1	29,6	33,4	38,3	41,7	44,9	49,1	54,1
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

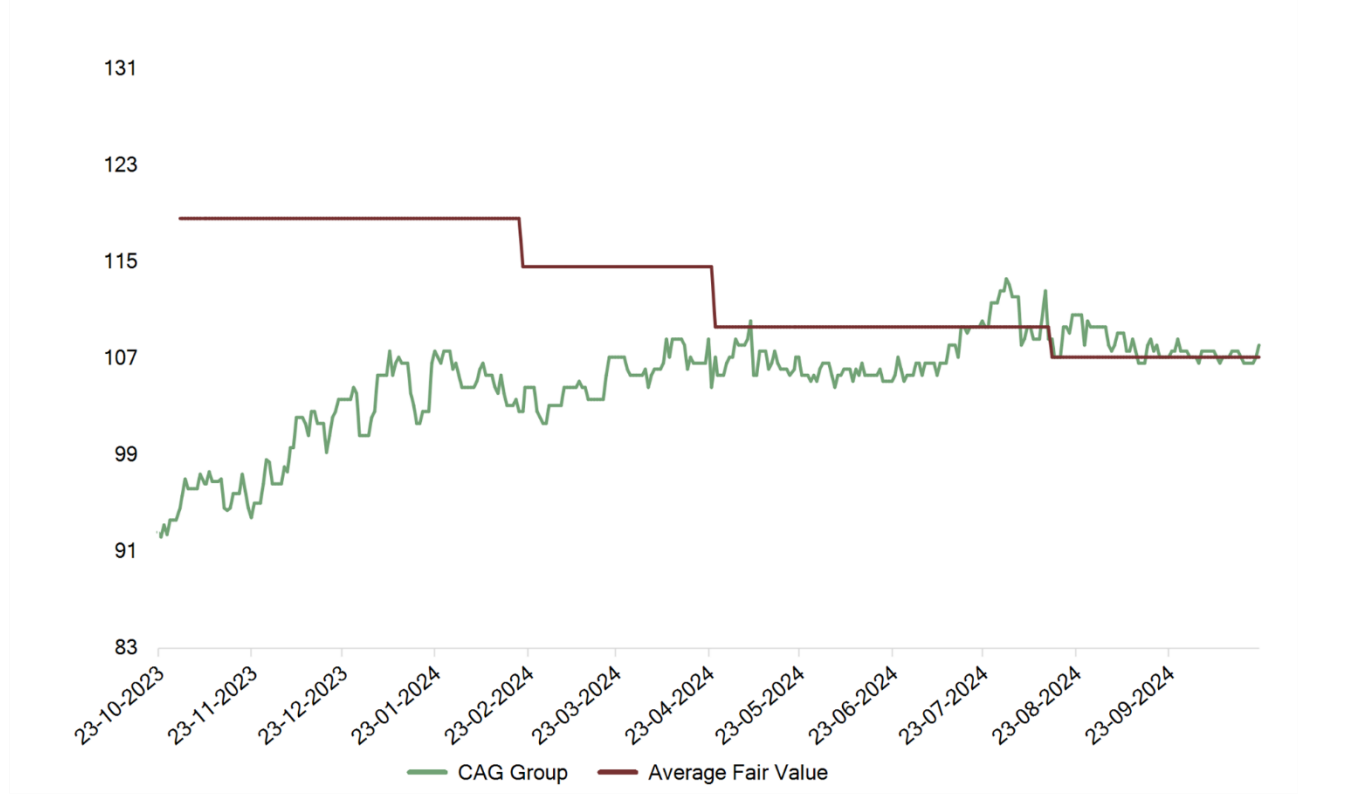
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	11,1x	15,2x	13,5x	17,7x	12,5x	13,4x	15,2x	13,1x	11,7x
P/EK	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,3x	2,4x	2,4x	2,2x	2,0x
P/FCF	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	7,1x	11,6x	11,5x	9,6x	9,4x
FCF-yield	3%	13%	13%	8%	14%	9%	9%	10%	11%
Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	3,9%	3,7%	4,0%	4,2%
Utdelningsandel, justerad	44,3%	66,7%	58,3%	56,7%	51,1%	51,9%	56,1%	52,0%	49,7%
EV/Sales	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	6,8x	6,1x	6,6x	9,2x	6,5x	6,9x	7,5x	6,8x	6,3x
EV/EBIT, justerad	8,0x	9,7x	9,5x	13,8x	9,2x	9,7x	10,8x	9,6x	8,6x
EV	309	375	412	656	609	715	755	755	755
Aktiekurs	65,5	66,0	69,6	97,0	88,0	101	109	109	109

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 intyggar, 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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, tar Carnegie Inc ansvaret 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. Värdepappren 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