



## Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 22 januari 2025

# CAG Group

## Nytt ramavtal och utsikter för 2025 – Q4 preview

### Tecknar ramavtal med Regeringskansliet

CAG har vunnit ett nytt ramavtal på två år med möjlighet till förlängning i ytterligare två år. Kunden är Regeringskansliet, och avtalet omfattar IT-systemutveckling, kravhantering samt test och testledning. CAG är en av två leverantörer till ramavtalet. Den 16 december meddelade Castra att de tecknat ett ramavtal med Regeringskansliet med samma längd och att de var en av två leverantörer. Därmed antar vi att CAG och Castra är de två leverantörerna. I Castras kommunikation framgår att ramavtalet har en takvolym på 30 mkr och att Castra tilldelats första prioritet. Vi ser avtalet som en bekräftelse på CAG:s höga kvalitet och ett stöd för vår syn på tillväxt 2025e.

### Flera klämdagar under slutet av 2024 och inledningen av 2025 påverkar konsultbolagen

För det fjärde kvartalet påverkas alla konsultbolag av en negativ kalendereffekt med en mindre arbetsdag jämfört med 2023. Dessutom infaller ett flertal klämdagar under perioden, vilket innebär att antalet arbetade dagar bör vara ännu färre än föregående år. Det samma gäller för inledningen av Q1(25). Under 2024 har det visat sig att det finns en relativt stor skillnad mellan olika IT-konsulter, där de som fokuserar på bred volymförsäljning har drabbats hårdare än de mer nischade aktörerna. Detta har återspeglats i att CAG med flera tydliga nischer generellt har klarat sig bättre än de flesta av sina noterade branschkollegor. Vi bedömer att bolagets höga exponering mot försvarssektorn är en bidragande faktor till detta.

### Ser positivt på CAG:s mer nischade exponering inför 2025e

Trots CAG:s mer nischade exponering mot försvar samt bank & finans, vilka tillsammans står för drygt 50% av omsättningen, ser vi den fortsatt försiktiga marknaden. Även om den börjar förbättras, samt det stora antalet klämdagar som negativa faktorer för avslutningen av 2024 och inledningen av 2025. Vi sänker därför våra tillväxtestimat och räknar med en tillväxt på -4% i Q4(24e). De lägre försäljningsvolymerna påverkar marginalen relativt mycket, vilket är en normal dynamik inom konsultbranschen. Under Q1-Q3(24) motsvarade en arbetsdag cirka 3,4 mkr i omsättning för CAG, vilket gör att flera klämdagar får en relativt stor effekt på vinsten. Effekten av lägre vinst 2025e gör att vi sänker vårt motiverade värde till 98–112 kr per aktie, från tidigare 100–115 kr.

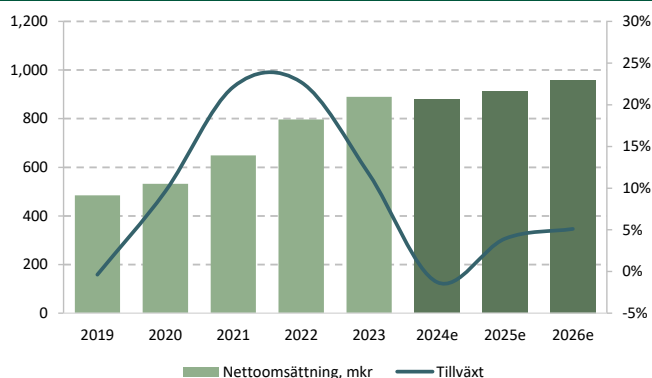
Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	98,0 - 112 kr	
Totala intäkter	-1,8%	-0,9%	-0,9%	894	882	917	964	Aktiekurs	110 kr	
EBITDA, just.	-8,6%	-3,2%	-3,0%	Tillväxt	12%	-1%	4%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-13,1%	-4,5%	-4,0%	EBITDA, just.	104	92	107	117	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	74	61	75	84		
Q4 - rapport	20 februari 2025			EPS, just.	7,5	6,2	7,9	8,9	<b>Intressekonflikter</b>	
Q1 - rapport	24 maj 2025			EPS-tillväxt, just.	7%	-18%	27%	12%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	41,7	43,9	47,8	52,4	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	7,2m			Utdelning per aktie	3,9	4,0	4,3	4,6	Certified adviser	✓
Börsvärde	788			EBIT-marginal	8,2%	7,0%	8,2%	8,8%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-23			ROE, just.	18,9%	14,5%	17,2%	17,7%		
EV	766			ROCE, just.	19,5%	16,4%	19,7%	20,4%		
Free float	60%			EV/EBITDA	6,9x	8,3x	7,2x	6,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBIT	9,7x	12,5x	10,2x	9,1x		
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY			P/E, just.	13,4x	17,7x	13,9x	12,4x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	2,4x	2,5x	2,3x	2,1x		
Hugo Lisjö				Direktavkastning	3,9%	3,6%	3,9%	4,2%		
hugo.lisjo@carnegie.se				FCF yield	9%	8%	10%	10%		

## Prognoser och prognosförändringar

2023 och 2024 har varit två tuffa år för konsultbranschen. När vi ser på den generella konsult marknaden förutspås 2025 återgå till ett mer normalt år. IT-konsultbolagen bekräftar denna bild, vilket gör att vi räknar med viss tillväxt under 2025e. En av de viktigaste faktorerna vi ser för CAG:s tillväxt är dess höga exponering mot försvarsbranschen. CAG gynnas särskilt av fler värnpliktiga och Sveriges medlemskap i NATO, båda faktorer som driver på utvecklingen av infrastruktur projekt inom försvarssektorn. Vi ser också ett fortsatt högt intresse för BAE Systems Hägglunds produkter, vilket är positivt för CAG, då BAE Systems Hägglunds är en kund. Vidare är trycket på FMV, som också är en kund, fortsatt högt. FMV måste klara av fortsatt stora inköp och organisationsförändringar, vilket bidrar till fortsatt högt behov av CAG:s kompetens. Samtidigt förblir ökade krav inom bank och finans en viktig drivkraft för det segmentet.

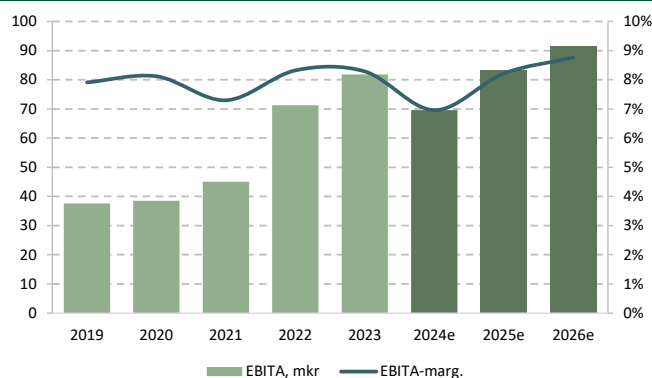
Utöver detta har bolaget varit tydliga med att de tittar på förvärv. För att nå sitt omsättningsmål för 2025 om 1,0 mdr ser vi det som nödvändigt för CAG att genomföra förvärv. Samtidigt anser vi att det är viktigare att fokusera på rätt förvärv, snarare än att enbart förvärva för att nå målen.

Förväntar oss att 2025e blir ett mer normalt år



Källa: Penser by Carnegie, CAG

Marginalminskningen är driven av lägre intäkter 2024e



Källa: Penser by Carnegie, CAG

De förändringar vi gör baseras på en fortsatt försiktig marknad samt större påverkan av klämdagar än vi tidigare estimerat

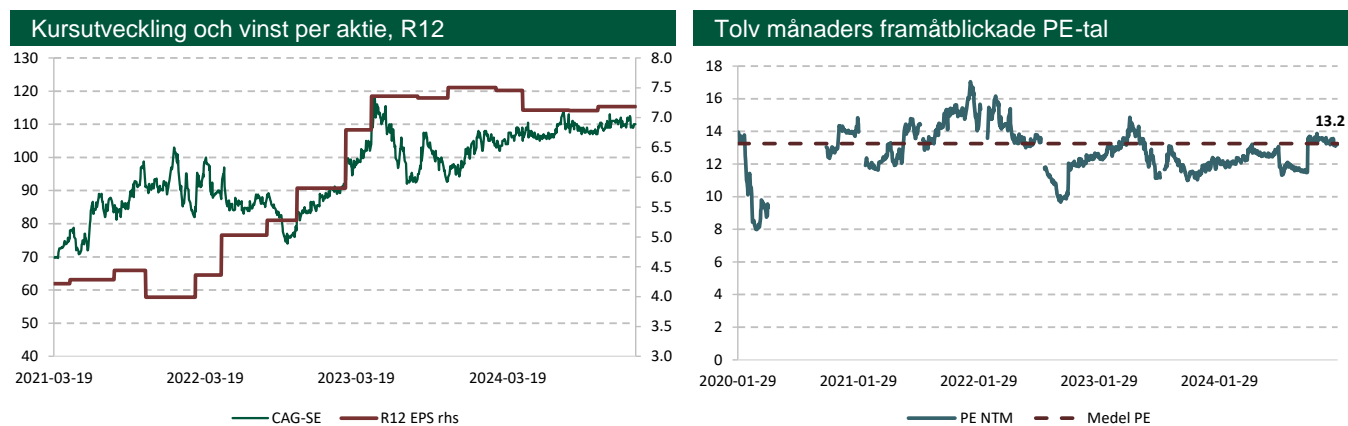
SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	890	878	913	959	894	921	968	-2%	-1%	-1%
Personalkostnader	-433	-449	-463	-486	-451	-464	-488	0%	0%	0%
Kostnader för utförda tjänster	-231	-223	-224	-230	-228	-226	-232	-2%	-1%	-1%
Admin	-48	-50	-51	-54	-50	-52	-54	0%	0%	0%
Övriga externa kostnader	-78	-68	-72	-77	-69	-73	-78	-2%	-1%	-1%
Totala av-/nedskrivningar	-30	-31	-31	-32	-31	-32	-32	0%	-1%	-1%
<b>EBITA, justerad</b>	<b>74</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>-12%</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>
<b>EBITA-marg.</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>-0.8 pp</b>	<b>-0.3 pp</b>	<b>-0.3 pp</b>
Finansiellt netto	-4	-4	-2	-2	-4	-2	-2	0%	9%	10%
Inkomstskatt	-16	-13	-17	-19	-15	-17	-20	-13%	-4%	-4%
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>54</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>-13%</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>

Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. I multipelvärderingen jämför vi 2025 års vinst med snittet på det tolv månader framåtblickande PE-talet. Kassaflödesvärderingen värderar CAG till 108 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 105 kr. Vi sänker därmed vårt motiverade värde till 98-112 kr per aktie från tidigare 100–115 kr.

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 13,2x. Värderingen är i dagsläget under detta.



Källa: Penser by Carnegie, Factset

Källa: Penser by Carnegie, Factset

Vi väljer att värdera CAG på 2025 års vinst per aktie, 7,9 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,2x. Det indikerar ett motiverat värde om 105 kr per aktie. En PE-multipel på 13,2x sticker inte ut, utan är normalt inom branschen.

Figur 1:

		Vinst per aktie, 2025				
		6.3	7.1	7.9	8.7	9.5
PE, NTM	11.2	71	80	89	98	107
	12.2	77	87	97	106	116
	13.2	84	94	105	115	126
	14.2	90	101	113	124	135
	15.2	96	108	120	133	145

Källa: Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 108 kr per aktie

## Kassaflödes värdering och antaganden

Sum of PV of FCF (explicit period)	397
PV of terminal value (perpetuity formula)	358
<b>Enterprise value</b>	<b>756</b>
Latest net debt	-16
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>772</b>
No. of shares outstanding (millions)	7.2
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>108</b>

Implicit multipl.	2023	2024	2025
EV/Sales	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.3	8.2	8.0
EV/EBIT	10.3	12.3	12.1
EV/NOPLAT	12.9	15.5	15.2

Risk free nominal rate	2.5%
Risk premium	5.5%
Extra risk premium	2.5%
Beta	1.0
Cost of equity	10.5%
Cost of debt (pre-tax)	0.0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10.5%

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)	4.3%
Tax rate	21%

		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.5%	111	116	122	129	138
	10.0%	104	109	114	120	127
	10.5%	99	103	<b>108</b>	113	119
	11.0%	94	98	102	106	111
	11.5%	90	93	97	101	105

		Long-term EBIT margin				
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	9.5%	71	97	122	147	173
	10.0%	68	91	114	137	160
	10.5%	65	86	<b>108</b>	129	150
	11.0%	63	82	102	121	141
	11.5%	61	79	97	115	133

Källa: Penser by Carnegie

# 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 företagets 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, 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, 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. 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 © 2025 Carnegie

---

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