



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 15 augusti 2024

CAG Group

Fortsätter att vara den stabilaste IT-konsulten

Uppvisar tillväxt när andra ser fallande intäkter

Utvecklingen under det andra kvartalet förstärker vår syn på CAG som den mest stabila IT-konsulten. Intäkterna ökade med 1,4% y/y till 226 mkr (223), medan EBITA-marginalen landade på 8,4% (8,8%). För att sätta denna tillväxt i perspektiv kan man dela upp den i komponenter. Om vi fokuserar på intäkter genererade av CAG:s egna konsulter, exklusive underkonsulter, var tillväxten 2,5%. När vi justerar för att kvartalet innehöll en extra arbetsdag, var tillväxten i princip 0%. Jämför vi CAG med resten av branschen, som generellt uppvisat negativ tillväxt på 5–10% och fallande marginaler under Q2, framstår CAG:s utveckling som stark.

Marginalen drabbades av lägre beläggning

Tillväxten och marginalen nådde inte riktigt upp till den nivå som krävs för att vi ska nå våra helårsestimat. Försvarsektorn presterade som förväntat starkt, medan övrig offentlig sektor samt Bank & Finans utvecklades något svagare. Marginalen blev också något lägre än förväntat på grund av lägre beläggning inom systemutveckling. Till skillnad från många andra konsultbolag har CAG behållit sina anställda, vilket de har möjlighet att göra tack vare stabila och höga marginaler samt starka finanser. Vi ser detta som en offensiv strategi för att bolaget ska vara redo att växa när efterfrågan ökar. CAG har kommunicerat att de har börjat se en bättre marknadssituation med flera nya avtal tecknade.

Förväntar oss förvärv före utgången av 2025

Vi noterar att det inom sektorn finns bolag med sämre tillväxt och marginaler än CAG som ändå värderas högre. Vi ser också att vissa bolag, som värderas i linje med CAG, uppvisar negativ tillväxt, lägre marginaler och betydligt sämre finanser. På grund av de justerade prognoserna sänker vi vårt motiverade värde till 100–115 kr per aktie från tidigare 105–115 kr. Våra nuvarande prognoser inkluderar inte förvärv, men vi bedömer att det är mycket sannolikt att förvärv sker före utgången av 2025. Det skulle kunna ge ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	100 - 115 kr	
Totala intäkter	-1,6%	-3,3%	-2,8%	894	904	930	977	Aktiekurs	109 kr	
EBITDA, just.	-6,2%	-5,7%	-5,4%	Tillväxt	12%	1%	3%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-5,8%	-4,2%	-4,7%	EBITDA, just.	104	103	113	122	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	82	80	89	96			
Q3 - rapport	23 oktober 2024		EPS, just.	8,7	8,6	9,5	10,3	Intressekonflikter		
Q4 - rapport			EPS-tillväxt, just.	9%	-1%	11%	8%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	41,7	45,2	49,1	53,7			
Antal aktier	7,2m		Utdelning per aktie	3,9	4,3	4,6	5,0			
Börsvärde	781		EBIT-marginal	8,2%	7,9%	8,5%	9,0%			
Nettoskuld	-16		ROE, just.	21,8%	19,7%	20,2%	20,0%			
EV	765		ROCE, just.	21,7%	20,6%	21,7%	22,0%			
Free float	60%		EV/Sales	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x			
Daglig handelsvolym, snitt	3k		EV/EBITDA	6,9x	7,4x	6,8x	6,3x			
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY		EV/EBIT	8,7x	9,5x	8,6x	7,9x			
Analytiker			P/E, just.	11,6x	12,7x	11,5x	10,6x			
Hugo Lisjo			P/EK	2,4x	2,4x	2,2x	2,0x			
hugo.lisjo@carnegie.se			Direktavkastning	3,9%	3,9%	4,2%	4,6%	Likviditetsgarant	✓	No
			FCF yield	9%	9%	11%	11%	Certified adviser	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,8x	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 man har som mål att 2025 uppnå en marginal om 10%. Vi anser det vara möjligt för CAG att nå sitt mål, även om vi räknar med att de uppnår marginalmålet först 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

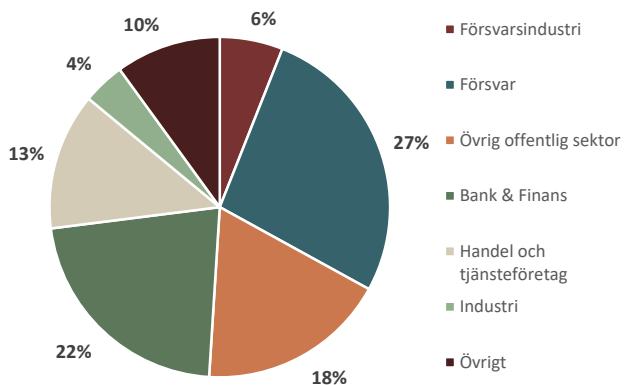
Ser ljusningar på marknaden

I VD-ordet lyfte CAG fram att de ser ett ökat affärsflöde inför hösten, med flera nya avtal som påbörjas redan i augusti. Bolaget har bland annat vunnit fler affärer inom systemutveckling, säkerhet samt drift och förvaltning. Vi ser särskilt positivt på den ökade efterfrågan inom systemutveckling och säkerhet. Inom systemutveckling har CAG tidigare mött låg efterfrågan och hög konkurrens, vilket har lett till lägre beläggning. Därför är det glädjande att efterfrågan nu ökar. Vi är också mycket positiva till de nya avtalen inom säkerhet, där kunder efterfrågar stöd inom DORA-regelverket och tjänster som penetrationstester för att testa systemens säkerhet. Vi ser säkerhetssegmetet som en tillväxt drivare, samtidigt som det förbättrar marginalen i CAG Security.

Försvarssektorn fortsatt stark

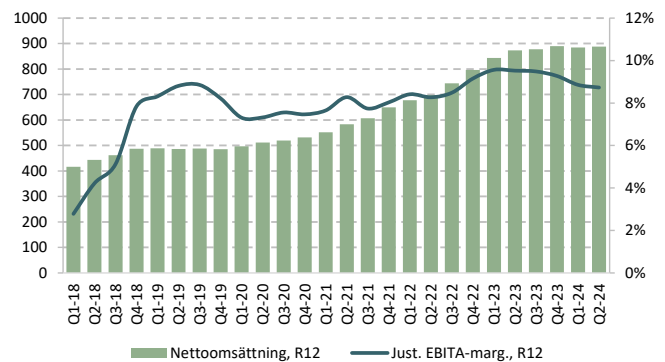
Som förväntat fortsätter försvarssektorn att vara trygg, stabil, och trögrörlig. Därför ska man inte räkna med att den kommer att bidra med extraordinära tillväxttal. Vi blev dock överraskade av en viss minskning inom Bank & Finans jämfört med Q1, då vi ser stor potential i denna sektor. Generellt har kunderna inom detta affärsområde god lönsamhet, och de ökade kraven på digital säkerhet driver efterfrågan på CAG:s tjänster. Med tanke på inflödet av nya kontrakt och kunder inom sektorn ser vi denna nedgång som tillfällig.

Vi förväntar oss att försvar kommer att fortsätta vara en stabil och stor del av intjäningen



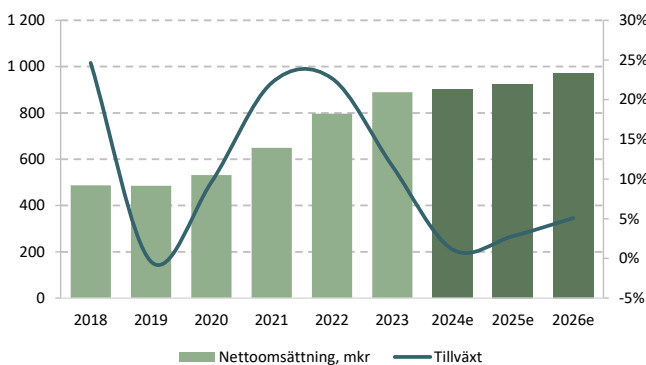
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Marginalen föll marginellt till följd av lägre beläggning under våren, men är fortsatt på stabila nivåer



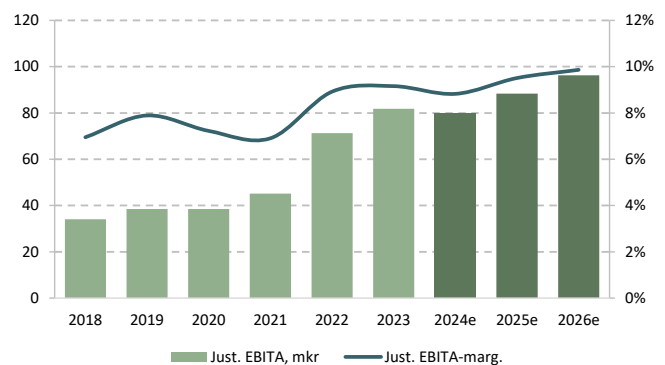
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Q2 2025 innehåller två färre arbetsdagar vilket kommer att påverka omsättning och marginal negativt



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Lönsamheten har hög korrelation med hög stigande omsättning



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Prognosförändringar

Intäkterna och därmed marginalen var något lägre än vi hade förväntat oss under kvartalet, varför vi sänker våra prognoser. Eftersom de sista intäkterna har en stor inverkan på marginalen i denna bransch, blir effekten på marginalen desto mer påtaglig. Vi är dock imponerade av den strikta kostnadskontroll bolaget har lyckats upprätthålla, särskilt när det gäller övriga externa kostnader, som har varit betydligt lägre än väntat. Vi har också noterat ett minskat utnyttjande av underkonsulter, vilket har en positiv inverkan på marginalen.

CAG har som finansiellt mål att nå en omsättning över 1 000 Mkr till 2025. Vi bedömer att detta mål inte kommer att uppnås utan ytterligare förvärv. Med tanke på att bolaget är välskött och har en stark finansiell position, förväntar vi oss att ett förvärv kommer att genomföras före utgången av 2025.

De sista intäktskronorna är viktiga inom konsultbranschen

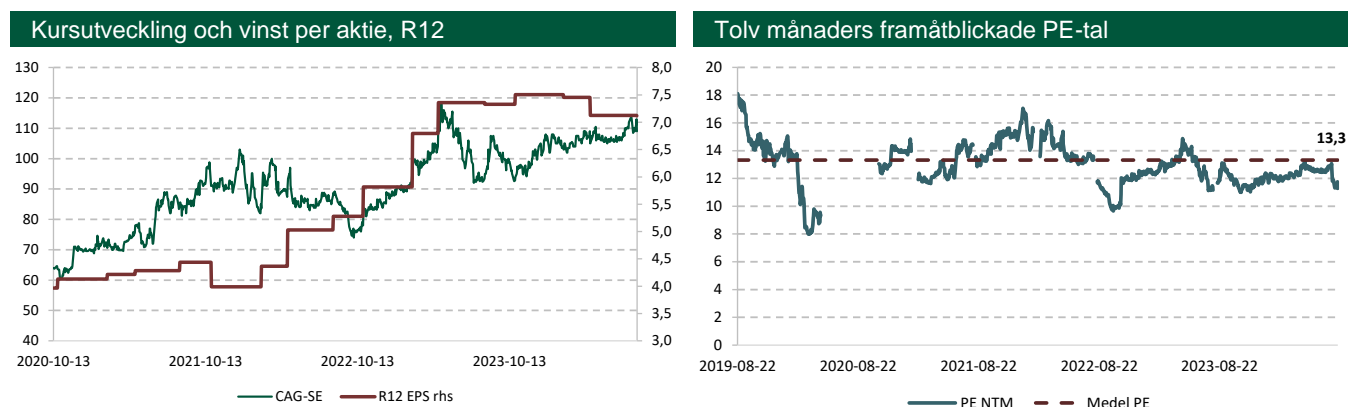
SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	890	900	925	972	915	958	1 002	-2%	-3%	-3%
Personalkostnader	-433	-453	-467	-491	-452	-468	-488	0%	0%	1%
Kostnader för utförda tjänster	-231	-229	-228	-233	-232	-243	-252	-1%	-6%	-8%
Admin	-48	-50	-52	-55	-50	-52	-54	0%	0%	1%
Övriga externa kostnader	-78	-68	-71	-77	-75	-78	-82	-9%	-10%	-6%
Totala av-/nedskrivningar	-30	-32	-33	-33	-32	-33	-33	0%	2%	0%
EBITA, justerad	82	80	89	96	86	94	102	-6%	-6%	-6%
EBITA-marg.	9,2%	8,9%	9,5%	9,9%	9,3%	9,8%	10,2%	-0,4 pp	-0,3 pp	-0,3 pp
Finansiellt netto	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	2,2%	-21,7%	-13,3%
Inkomstskatt	-16	-16	-18	-20	-17	-19	-21	-9,7%	-8,8%	-7,7%
Periodens nettoresultat, justerad	62	61	68	74	65	71	78	-5,8%	-4,2%	-4,7%

Källa: 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 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 sänker därmed vårt motiverade värde till 100-115 kr per aktie från tidigare 105-115 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 13,3x. 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, 8,2 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,3. Det indikerar ett motiverat värde om 110 kr per aktie. En PE-multipel på 13,3 sticker inte ut, utan är normalt inom branschen.

		Vinst per aktie, 2025				
		6,6	7,4	8,2	9,1	9,9
PE, NTM	11,3	75	84	93	103	112
	12,3	81	91	102	112	122
	13,3	88	99	110	121	132
	14,3	94	106	118	130	142
	15,3	101	114	126	139	152

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)	413
PV of terminal value (perpetuity formula)	311
Enterprise value	724
Latest net debt	-16
Minority interests & other	0
Equity value	740
No. of shares outstanding (millions)	7.2
Equity value per share (SEK)	103

Implicit multipl.	2023	2024	2025
EV/Sales	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,0	7,0	6,8
EV/EBIT	9,8	10,1	9,9
EV/NOPLAT	12,4	12,8	12,4

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	111	115	121	127
	11,1%	101	105	109	114	119
	11,6%	96	100	103	107	112
	12,1%	92	95	98	102	106
	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	93	115	138	161
	11,1%	67	88	109	130	151
	11,6%	65	84	103	123	142
	12,1%	62	80	98	116	134
	12,6%	60	77	94	110	127

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	487	485	532	649	797	890	900	925	972
Övriga rörelseintäkter	2	3	1	4	3	4	4	5	5
Totala intäkter	489	488	533	653	800	894	904	930	977
Kostnad sålda varor	-278	-278	-290	-342	-391	-433	-453	-467	-491
Bruttoresultat	211	210	242	311	409	461	451	463	486
Försäljningskostnader	-68	-72	-106	-144	-213	-231	-229	-228	-233
Administrationskostnader	-31	-31	-32	-38	-43	-48	-50	-52	-55
Övriga rörelsekostnader	-66	-46	-41	-58	-59	-78	-68	-71	-77
EBITDA	46	61	63	71	94	104	103	113	122
EBITDA, justerad	46	61	63	71	94	104	103	113	122
Avskrivningar	-13	-24	-24	-26	-22	-22	-24	-25	-26
EBITA, justerad	33	38	38	45	71	82	80	88	95
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	0	-1	-5	-7	-8	-8	-8	-7
EBIT	33	37	37	41	65	74	71	79	88
EBIT, justerad	39	39	45	52	73	82	80	89	96
Finansnetto	3	-2	-1	-2	-3	-4	-3	-3	-3
Resultat före skatt	35	36	36	38	62	69	68	77	85
Resultat före skatt, justerad	41	37	43	50	70	78	77	86	94
Total skatt	-8	-9	-8	-8	-14	-16	-16	-18	-20
Nettoresultat	27	27	28	30	48	53	53	59	66
Nettoresultat, justerad	33	29	36	42	57	62	61	68	74
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%	50,0%	50,0%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	8,0%	8,4%	8,0%	9,1%	9,2%	8,9%	9,5%	9,9%
EPS, justerad	5,87	4,38	5,37	6,13	7,97	8,68	8,55	9,52	10,3
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-25%	23%	14%	30%	9%	-1%	11%	8%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	33	37	37	41	65	74	71	79	88
Övriga kassaflödesposter	-3	8	7	10	8	8	-2	13	11
Förändringar i rörelsekapital	-2	16	17	2	18	-15	8	0	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	27	61	61	52	90	66	77	92	94
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	-10	-11
Fritt kassaflöde	12	56	58	51	88	62	70	82	83
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	-7	0	0
Utdelningar	-14	-17	-19	-21	-22	-26	-28	-31	-33
Övriga poster	-22	-24	-19	-21	-20	-18	-19	-19	-20
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	-56	-65	-87	-39	-85	-54	-50	-53
Kassaflöde	54	0	-8	-36	48	-23	16	32	30
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-36	-68	-97

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	17	15	14
Materiella anläggningstillgångar	29	35	40	28	29	43	39	37	36
Finansiella anläggningstillgångar	2	2	2	1	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	3	3	3	3	3	3	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	109	130	160	216	275	284	273	269	267
Kundfordringar	100	88	89	126	147	171	170	176	188
Övriga omsättningstillgångar	12	16	23	28	34	27	28	29	31
Likvida medel och kortfristiga placeringar	124	123	116	81	129	105	122	154	183
Summa omsättningstillgångar	235	228	227	236	310	304	320	359	402
SUMMA TILLGÅNGAR	343	358	387	453	585	588	593	628	670
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	181	192	206	234	272	299	324	352	385
Summa eget kapital	181	192	206	234	272	299	324	352	385
Långfristiga räntebärande skulder	17	10	2	23	59	31	23	23	23
Långfristiga leasingkulder	18	13	17	10	9	21	17	17	17
Övriga långfristiga skulder	11	21	33	22	25	26	25	25	25
Summa långfristiga skulder	46	43	52	55	93	77	65	65	65
Kortfristiga räntebärande skulder	12	8	8	12	29	29	29	29	29
Leverantörsskulder	16	21	26	39	51	55	57	59	62
Kortfristiga leasingkulder	6	16	17	14	16	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	82	77	79	99	125	111	102	106	112
Summa kortfristiga skulder	116	122	129	164	220	212	204	211	219
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	343	358	387	453	585	588	593	628	670

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%	-1%	9%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	1%	15%	17%	40%	13%	-2%	10%	9%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-25%	23%	14%	30%	9%	-1%	11%	8%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,9%	51,3%	51,8%	50,1%	50,0%	50,0%
EBITDA-marginal	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	11,5%	12,2%	12,5%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	11,5%	12,2%	12,5%
EBIT-marginal	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,2%	7,9%	8,5%	9,0%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	8,0%	8,4%	8,0%	9,1%	9,2%	8,9%	9,5%	9,9%
Vinst-marginal, justerad	6,8%	5,9%	6,7%	6,5%	7,1%	7,0%	6,8%	7,4%	7,6%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	18%	19%	22%	22%	20%	20%	20%
ROCE, justerad	Neg.	16%	18%	19%	22%	22%	21%	22%	22%
ROIC, justerad	Neg.	34%	36%	30%	31%	30%	28%	31%	34%

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%	26%	26%
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	2,2x	2,1x	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	-68	-97
Soliditet	53%	54%	53%	52%	46%	51%	55%	56%	58%
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	4,43	6,79	7,46	7,33	8,25	9,18
EPS, justerad	5,87	4,38	5,37	6,13	7,97	8,68	8,55	9,52	10,3
FCF per aktie	2,09	8,56	8,72	7,48	12,3	8,67	9,74	11,5	11,6
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	45,2	49,1	53,7
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

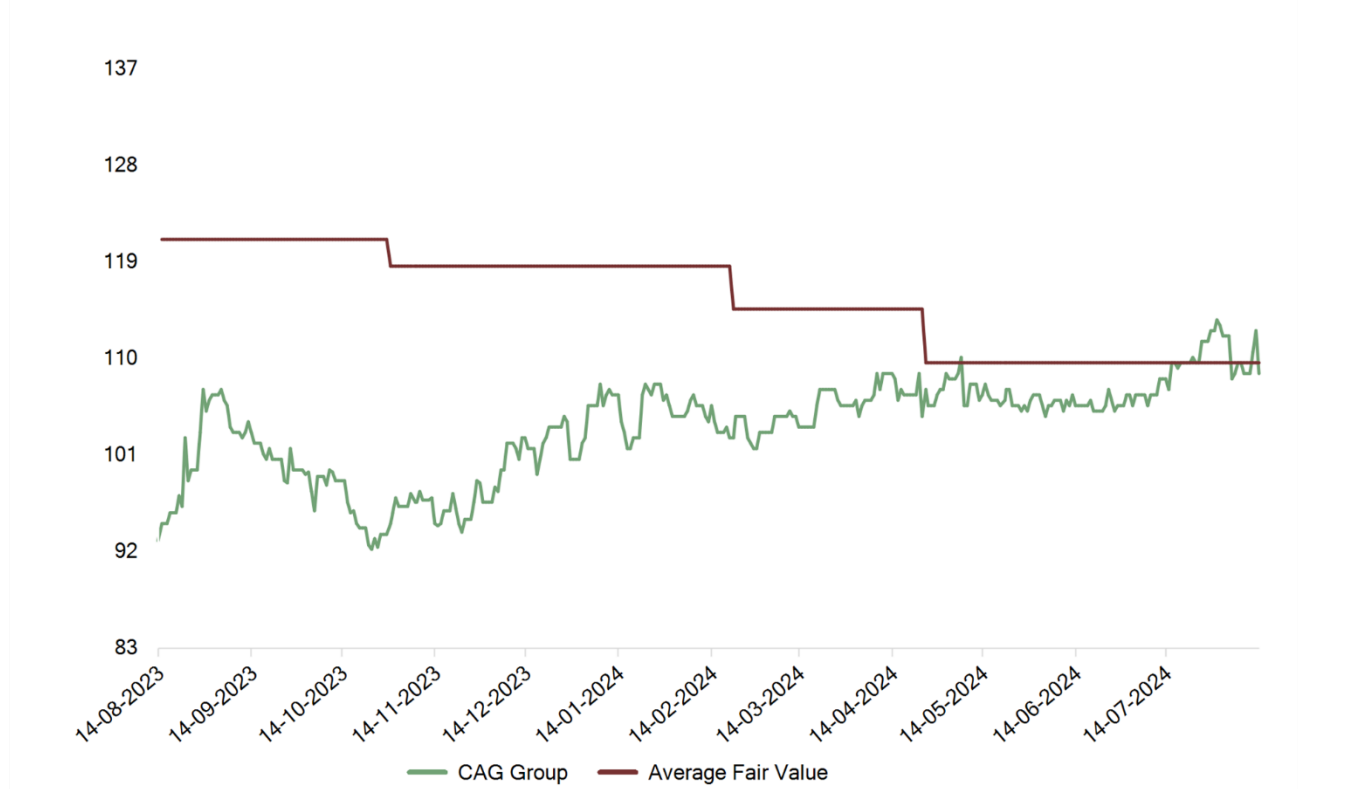
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	11,1x	15,1x	13,0x	15,8x	11,0x	11,6x	12,7x	11,5x	10,6x
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	11,2x	9,5x	9,4x
FCF-yield	3%	13%	13%	8%	14%	9%	9%	11%	11%
Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	3,9%	3,9%	4,2%	4,6%
Utdelningsandel, justerad	44,3%	66,2%	55,9%	50,6%	45,2%	45,0%	50,3%	48,3%	48,5%
EV/Sales	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	6,8x	6,1x	6,6x	9,2x	6,5x	6,9x	7,4x	6,8x	6,3x
EV/EBIT, justerad	8,0x	9,7x	9,2x	12,6x	8,3x	8,7x	9,5x	8,6x	7,9x
EV	309	375	412	656	609	715	765	765	765
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 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, 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