



CAG Group

Stark avslutning på ett utmanande år

CAG uppvisar betydligt mer stabilitet än sina branschkollegor

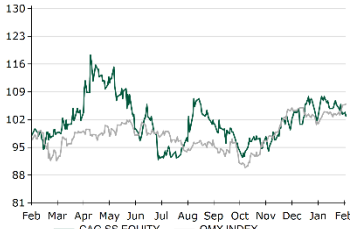
Generellt har 2023 varit ett utmanande år för konsultbranschen. Vi har sett hur andra konsultföretag brottats med beläggningen, vilket lett till lägre omsättning, marginaler och i slutändan medarbetare. Trots detta utmanande marknadsklimat växte CAG under 2023 med 11,7%, varav 1,9% var organiskt. Årets inledningen och avslutning var starka, medan sommarmånaderna var tuffare. EBITA-marginalen för året uppgick till 9,2% (9,1) och för Q4'23 till 10,3% (11,1). Det visar på bolagets stabilitet som leder till att de kan fortsätta att höja utdelningen och föreslås uppgå till 3,9 kr per aktie från tidigare 3,6. Vi tar fasta på år att CAG ökar antalet medarbetare. Det är ett tydligt tecken på att ledningen i dagsläget inte ser någon större förändring i marknaden, utan upplever en stabil efterfrågan in i 2024.

Fler medarbetare och stabila sektorer gör att vi höjer våra omsättningsprognoser

Omsättningen för helåret kom in högre än vi räknat med. Det beror på att CAG har anställt fler konsulter än vad vi hade förväntat oss. Intäkten per anställd och dag var i linje med vad vi räknat med. Vi tolkar fler medarbetare som ett positivt tecken. Ledningen har historiskt varit kontrollerade och relativt försiktiga, vi anser det därför som osannolikt att de skulle anställa fler om de inte har beläggning. Vi höjer därför våra omsättningsestimat. Till följd av ett nytt hyreskontrakt räknar vi med högre avskrivningar under 2024. Under de två senaste kvartalen har CAG fått ränta på sina likvider och vi räknar med att detta kommer att fortsätta på ungefär samma nivå framöver.

Räknar med mjukare inledning av 2024 för att successivt förbättras under året

Bolaget säger i rapporten att inledningen av 2024 uppvisat vissa utmanande tendenser. Efterfrågan i segmentet Offentlig Sektor är inte lika stark som tidigare. I kombination med en dag färre under Q1'24 förväntar vi oss en mjukare inledning på 2024 för att sedan successivt bli bättre. Våra justeringar av estimaten leder till marginellt lägre vinst och förändrar inte vår syn på bolaget. Vi breddar spannet i vårt motiverade värde till 110-120 kr per aktie (118-120 kr). Mitten av vårt motiverade värde motsvarar en värdering PE-ntm på 13,4x, vilket är i linje med historisk värdering. Vi anser att CAG bör värderas i nivå med det historiska snittet då den förväntade vinsttillväxten är i linje med den historiska utvecklingen.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk	
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	110 - 120 kr
Totala intäkter	1,7%	1,3%	-	Totala intäkter	894	941	984	1 037	Aktiekurs	103 kr
EBITDA, just.	4,3%	5,3%	-	Tillväxt	12%	5%	5%	5%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-2,2%	-1,3%	-	EBITDA, just.	104	116	123	134	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, just.	74	83	90	100		
Q1 - rapport				EPS, just.	7,5	8,5	9,3	10,4		
				EPS-tillväxt, just.	8%	14%	9%	12%		
				EK/aktie	41,7	46,3	51,3	57,1		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	3,9	4,3	4,6	5,0		
Antal aktier				EBIT-marginal	8,3%	8,9%	9,2%	9,6%		
Börsvärde				ROE, just.	18,7%	19,3%	19,0%	19,2%		
Nettoskuld				ROCE, just.	19,4%	21,1%	21,3%	21,8%		
EV				EV/Sales	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x		
Free float				EV/EBITDA	6,9x	6,3x	5,9x	5,5x		
Daglig handelsvolym, snitt				EV/EBIT	9,7x	8,7x	8,1x	7,3x		
Bloomberg Ticker				P/E, just.	13,5x	12,1x	11,1x	9,9x		
CAG SS EQUITY				P/EK	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x		
Analytiker				Direktavkastning	3,9%	4,2%	4,5%	4,9%		
Hugo Lisjo				FCF yield	9%	11%	11%	13%		
hugo.lisjo@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,8x		
									Interessekonflikter	
									Yes	No
									Likviditetsgarant	✓
									Certified adviser	✓
									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 110–120 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

Kvartalet i korthet

Avslutar året starkt med en organisk tillväxt på 4,6%

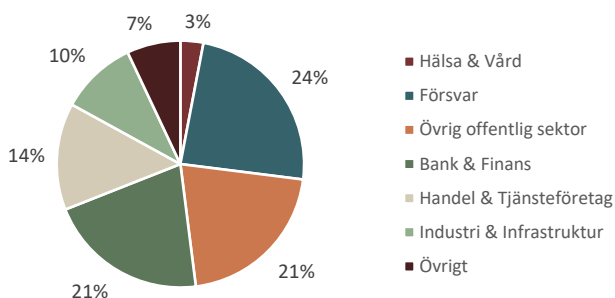
2023 års fjärde kvartal innehöll en färre arbetsdag än jämförelsekvartalet. Detta påverkade omsättningen negativt om 3 mkr och rörelseresultatet med ca 1 mkr. Omsättningen under kvartalet uppgick till 252 mkr (239), vilket motsvarar en total tillväxt om 5,3%. Den organiska tillväxten uppgick till 4,6% och den förvärvade till 0,7%. EBITA-maringalen uppgick till 10,3% (11,1) vilket är över marginalmålet om 10%. Anledningen till den något lägre marginalen beror på att de övriga externa kostnaderna var exceptionellt låga under jämförelsekvartalet.

Bolaget fortsätter att anställa, vilket vi ser som ett tecken på att ledningen är trygga med den efterfrågan och de avtal de har idag. Ungefär 55% av intäkterna kommer från verksamheter med koppling till försvar och bank, vilka är två sektorer som möter stor efterfrågan och kräver CAG:s kompetens. I försvarssektorn kommer efterfrågan på kompetens att vara de kommande 5-10 åren. Den explosionsartade ökningen många förväntat sig inom sektorn har inte kommit. Istället ser vi en snabb, men något lugnare ökning av aktiviteten inom sektorn. Det beror främst på två saker. Den första är att det är stora beslut att fatta, vilket tar tid. Det andra är att det inte finns utrymme i länders budgetar att gå från ca 1,3% av BNP i investering till 2,0% över en natt.

Banksektorn går på högvarv samtidigt som kraven på AFC (Anti Financial Crime), AML (Anti Money Laundering) ökar och behoven av betallosningar och systemnära utveckling består. Det gör att vi förväntar oss en fortsatt stabil efterfrågan även från denna sektor.

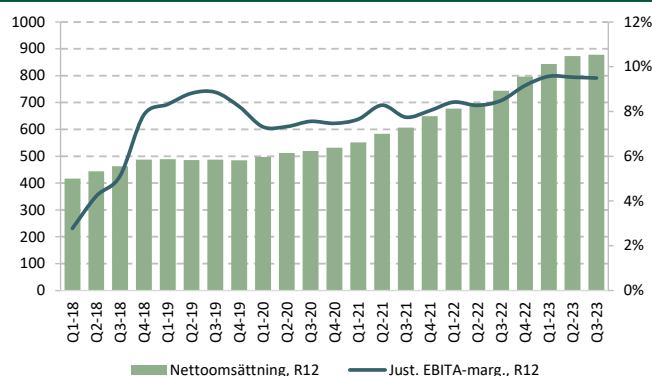
Inför 2024 är vi lite försiktigt inställda till sektorerna hälsa & vård och handel & tjänsteföretag. Anledningen är att den ökade försvarsbudgeten måste tas någonstans och det kan komma att påverka hälsa & vårdsegmentet. Handel & tjänsteföretag har fortsatt att klara sig väldigt bra, men vi förväntar oss att svensk konsument kommer fortsätta att ha det ekonomiskt tufft under 2024. Sammantaget, förväntar vi oss en fortsatt stabil utveckling med en omsättningstillväxt om ca 5% för helåret.

Försvarssektorn fortsätter att vara det största segmentet



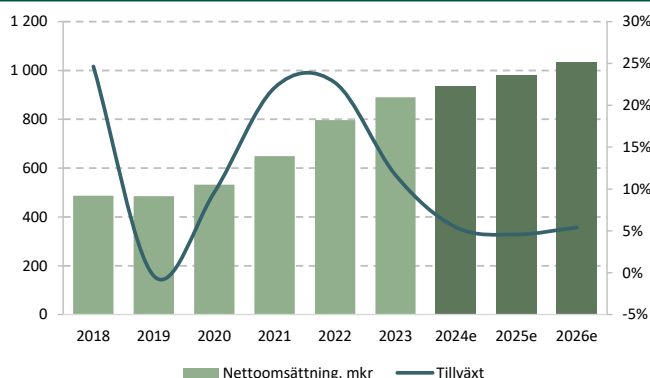
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Tillväxten bromsar in något, men stabila marginaler



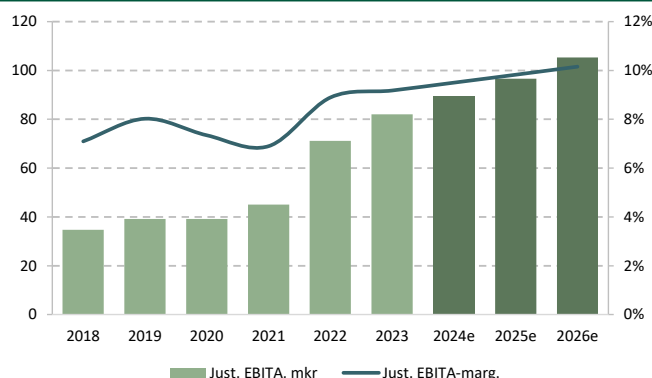
Källa: CAG, Penser by Carnegie

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



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Skalfördelarna i fler konsulter driver marginalen på sikt

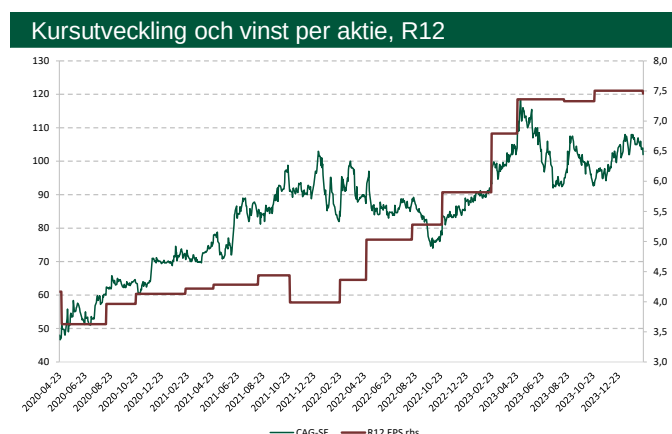


Källa: CAG, Penser by Carnegie

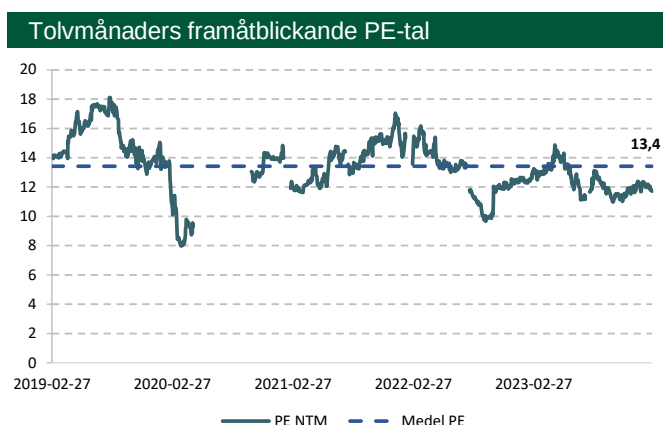
Värdering

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 115 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 114 kr. Vi sänker därmed vårt motiverade värde till 110-120 kr per aktie.

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 13,4x. Värderingen är i dagsläget under medel. Vi anser att värderingen bör ligga på 13,4x eftersom vi räknar med att de kommande års vinststillväxt är i linje med den historiska utvecklingen.



Källa: CAG, Factset, Penser by Carnegie



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi väljer att värdera CAG på 2024 års vinst per aktie, 8,5 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,4. Det indikerar ett motiverat värde om 114 kr per aktie. En PE-multipel på 13,4 är över jämförelsegruppens snitt, men det motiveras av att CAG behållit sina marginaler och har en starkare finansiell ställning.

Känslighetstabell

		Vinst per aktie, 2024				
		6,8	7,7	8,5	9,4	10,2
PE, NTM	11,4	78	87	97	107	117
	12,4	84	95	106	116	127
	13,4	91	103	114	126	137
	14,4	98	110	123	135	147
	15,4	105	118	131	144	157

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	278	396	118	390	37	26	9,6%	7%	0,8x	-	-	11,6x
B3	713	1 081	368	-	-	-	-	-	0,7x	7,1x	-	10,3x
Knowit	4 130	5 274	1 144	4 812	562	363	11,7%	8%	0,7x	7,4x	9,9x	14,3x
Precio	338	374	37	249	39	23	15,5%	9%	-	-	-	-
Softronic	1 192	968	-224	787	117	94	14,8%	12%	-	-	-	-
Medel							12,9%	8,9%	0,7x	7,3x	9,9x	12,1x
Median							13,3%	8,5%	0,7x	7,3x	9,9x	11,6x
CAG	738	699	(40)	941	116	83	12,4%	8,9%	0,8x	6,3x	8,8x	12,2x

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 115 kr per aktie.

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)		442	
PV of terminal value (perpetuity formula)		367	
Enterprise value		809	
Latest net debt		-16	
Minority interests & other		0	
Equity value		825	
No. of shares outstanding (millions)		7.2	
Equity value per share (SEK)		115	
Implicit multipl.			
EV/Sales	2023	2024	2025
	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,8	7,0	6,5
EV/EBIT	11,0	9,7	9,2
EV/NOPLAT	13,8	12,2	11,6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		104,0	

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)	5,1%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,6%	120	125	130	137	144
	11,1%	113	118	122	128	134
	11,6%	107	111	115	120	126
	12,1%	102	106	109	113	118
	12,6%	97	100	104	107	111
		Long-term EBIT margin				
		4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	10,6%	77	104	130	157	184
	11,1%	73	98	122	147	171
	11,6%	70	93	115	138	161
	12,1%	67	88	109	130	151
	12,6%	65	84	104	123	142

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	487	485	532	649	797	890	938	981	1 034
Övriga rörelseintäkter	2	3	1	4	3	4	3	3	3
Totala intäkter	489	488	533	653	800	894	941	984	1 037
Kostnad sålda varor	-278	-278	-290	-347	-391	-433	-453	-471	-493
Bruttoresultat	211	210	242	306	409	461	488	513	544
Försäljningskostnader	-68	-72	-106	-144	-213	-231	-244	-257	-271
Administrationskostnader	-31	-31	-32	-39	-43	-48	-50	-52	-55
Övriga rörelsekostnader	-66	-46	-41	-51	-58	-78	-77	-80	-85
EBITDA	46	61	63	71	94	104	116	123	134
Jämförelsestörande poster	0	0	-1	-2	-1	0	0	0	0
EBITDA, justerad	46	61	63	73	94	104	116	123	134
Avskrivningar	-8	-19	-20	-25	-23	-22	-27	-27	-28
EBITA, justerad	37	43	43	48	72	82	89	97	105
Avskrivningar immateriella tillgångar	-5	-5	-5	-6	-6	-8	-6	-7	-6
EBIT	33	37	37	40	65	74	83	90	100
EBIT, justerad	33	38	38	42	66	74	83	90	100
Finansnetto	3	-2	-1	-2	-3	-4	-4	-3	-3
Resultat före skatt	35	36	36	38	62	69	79	86	97
Resultat före skatt, justerad	35	36	36	40	63	69	79	86	97
Total skatt	-8	-9	-8	-8	-14	-16	-18	-20	-22
Nettoresultat	27	27	28	30	48	53	61	66	75
Nettoresultat, justerad	27	27	28	32	49	53	61	66	75
Intäkstillväxt	-	0%	9%	23%	22%	12%	5%	5%	5%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,8%	52,0%	52,3%	52,6%
EBIT-marginal, justerad	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,3%	8,9%	9,2%	9,6%
EPS, justerad	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,46	8,51	9,28	10,4
EPS-tillväxt, justerad	-	-13%	2%	9%	48%	8%	14%	9%	12%

Källa: CAG Group, Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	33	37	37	40	65	74	83	90	100
Övriga kassaflödesposter	-3	8	7	10	8	8	10	10	9
Förändringar i rörelsekapital	-2	16	17	2	18	-15	-3	-3	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	27	61	61	52	90	66	91	97	106
Investeringar i anläggningstillgångar	-15	-3	-2	-1	-1	-4	-7	-7	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-2	-1	0	-1	0	-6	-6	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-5	-4	-1	-3	-4	-12	-13	-14
Fritt kassaflöde	12	56	58	51	88	62	78	84	92
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	-20	-21
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	-56	-65	-87	-39	-85	-54	-51	-54
Kassaflöde	54	0	-8	-36	48	-23	24	33	38
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-40	-72	-110

Källa: CAG Group, 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	22	21	22
Materiella anläggningstillgångar	29	35	40	28	29	43	43	44	44
Finansiella anläggningstillgångar	2	2	2	1	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	109	130	160	216	275	284	283	283	284
Kundfordringar	100	88	89	126	147	171	182	193	202
Övriga omsättningstillgångar	12	16	23	28	34	27	29	31	32
Likvida medel och kortfristiga placeringar	124	123	116	81	129	105	130	162	200
Summa omsättningstillgångar	235	228	227	236	310	304	340	386	434
SUMMA TILLGÅNGAR	343	358	387	453	585	588	623	669	719
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	181	192	206	234	272	299	332	368	409
Summa eget kapital	181	192	206	234	272	299	332	368	409
Långfristiga räntebärande skulder	17	10	2	23	59	31	24	24	24
Långfristiga leasingskulder	18	13	17	10	9	21	21	21	21
Övriga långfristiga skulder	11	21	33	22	25	26	26	26	26
Summa långfristiga skulder	46	43	52	55	93	77	70	70	70
Kortfristiga räntebärande skulder	12	8	8	12	29	29	29	29	29
Leverantörsskulder	16	21	26	39	51	55	58	62	65
Kortfristiga leasingskulder	6	16	17	14	16	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	82	77	79	99	125	111	117	124	129
Summa kortfristiga skulder	116	122	129	164	220	212	221	231	239
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	343	358	387	453	585	588	623	669	719

Källa: CAG Group, Carnegie

Tillväxt och marginaler									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	0%	9%	23%	22%	12%	5%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	35%	2%	15%	30%	10%	12%	6%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	15%	0%	12%	55%	12%	13%	8%	11%
EPS-tillväxt, justerad	-	-13%	2%	9%	48%	8%	14%	9%	12%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,2%	51,3%	51,8%	52,0%	52,3%	52,6%
EBITDA-marginal	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	12,4%	12,6%	12,9%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	12,7%	11,9%	11,2%	11,9%	11,7%	12,4%	12,6%	12,9%
EBIT-marginal	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,3%	8,9%	9,2%	9,6%
EBIT-marginal, justerad	6,7%	7,7%	7,1%	6,5%	8,2%	8,3%	8,9%	9,2%	9,6%
Vinst-marginal, justerad	5,6%	5,6%	5,4%	4,9%	6,2%	6,0%	6,5%	6,8%	7,2%

Källa: CAG Group, Carnegie

Avkastning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	14%	15%	19%	19%	19%	19%	19%
ROCE, justerad	Neg.	16%	15%	16%	20%	19%	21%	21%	22%
ROIC, justerad	Neg.	33%	30%	24%	28%	27%	29%	31%	34%

Källa: CAG Group, Carnegie

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

Källa: CAG Group, Carnegie

Finansiell ställning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-40	-72	-110
Soliditet	53%	54%	53%	52%	46%	51%	53%	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, Carnegie

Aktiedata									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	4,85	4,17	4,22	4,42	6,79	7,46	8,51	9,28	10,4
EPS, justerad	4,85	4,19	4,29	4,67	6,90	7,46	8,51	9,28	10,4
FCF per aktie	2,09	8,56	8,72	7,47	12,3	8,67	10,9	11,7	12,9
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	46,3	51,3	57,1
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

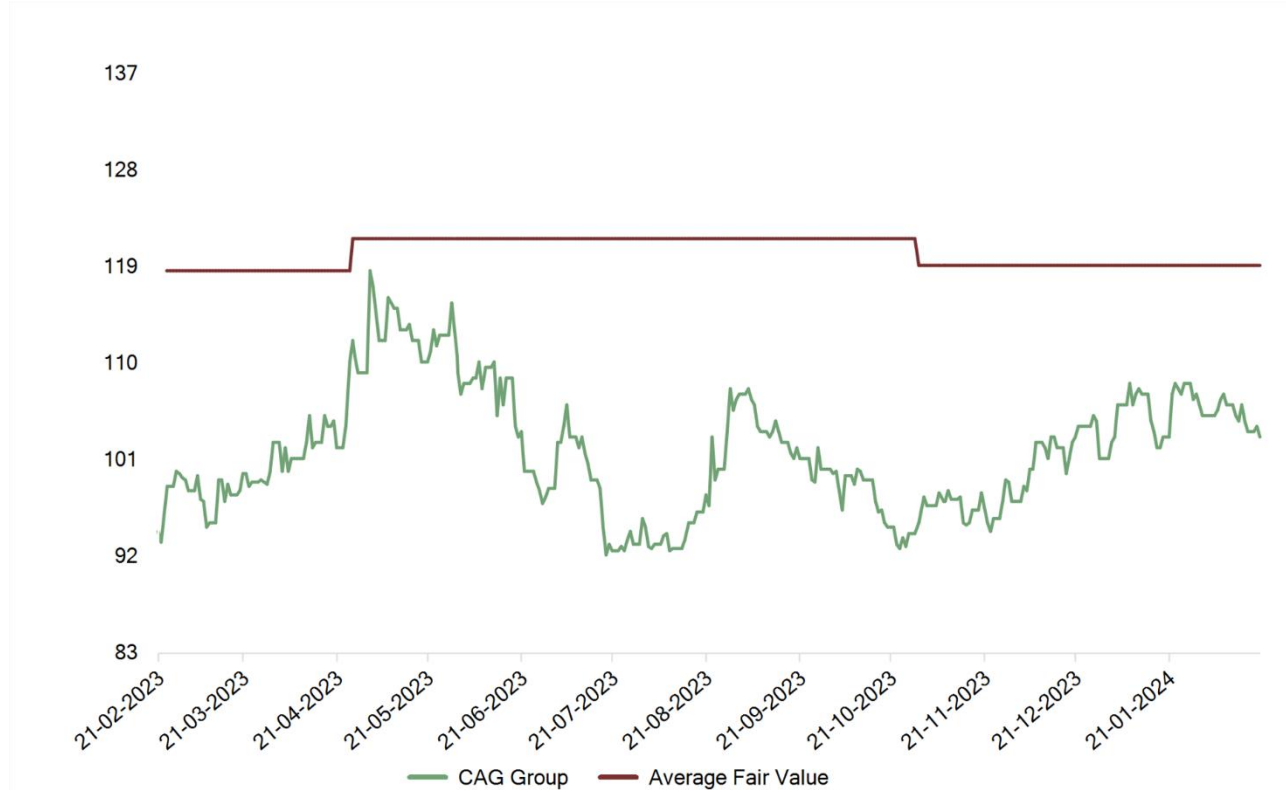
Källa: CAG Group, Carnegie

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	12,1x	11,1x	9,9x
P/EK	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,3x	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x
P/FCF	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	7,1x	11,6x	9,4x	8,8x	8,0x
FCF-yield	3%	13%	13%	8%	14%	9%	11%	11%	13%
Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	3,9%	4,2%	4,5%	4,9%
Utdelningsandel, justerad	53,6%	69,1%	69,9%	66,4%	52,2%	52,3%	50,6%	49,6%	48,0%
EV/Sales	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	6,8x	6,1x	6,5x	9,0x	6,5x	6,9x	6,3x	5,9x	5,5x
EV/EBIT, justerad	9,5x	10,0x	11,0x	15,6x	9,3x	9,7x	8,7x	8,1x	7,3x
EV	309	375	412	656	609	715	730	730	730
Aktiekurs	65,5	66,0	69,6	97,0	88,0	103	103	103	103

Källa: CAG Group, 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 analystjänsterna 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 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, 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