

Catella

Sektor: Financial Services

Vinstrekord i Q2

Utfallet i Q2-rapporten var klart bättre än väntat. Det var i första hand Property Investment Management (PIM) som stod för ett riktigt starkt resultat. Förvisso drivet av rörliga intäkter, men ändå ett bra kvitto på att denna satsning har lyckats och börja ge återbärning. Koncernens totala intäkter ökade 14 procent Y/Y och EBIT blev 40 procent högre: 166 MSEK. Resultatmässigt var Q2 Catellas bästa kvartal hittills.

PIM ångar på

PIM fick nu rejäl hävstång på tidigare arbete genom att kunna ta ut betydande prestationsbaserade avgifter i fonden Catella European Residential. Aktiviteten har varit hög även på flera andra håll och PIM flyttar fram positionerna i synnerhet inom bostadsfonder. Positivt nettoinflöde om nära 5 mdr SEK. Förvaltad kapital uppgick till motsvarande 95 mdr SEK vid utgången av Q2 vs. 65 mdr SEK för ett år sedan. Omkring hälften av denna ökning kommer dock från förvärvet av APAM.

Svag performance i Systematic Macro

Equity, Hedge & Fixed income hade inga rörliga intäkter i Q2 och det har som bekant varit tunt på den fronten det senaste året. Utvecklingen i Systematic Macro har dessutom varit riktigt svag under sommaren. Risken för att nettoflödena till denna fond vänder och blir negativa har rimligen ökat, även om det ännu inte har skett.

Mutual- och Systematic Funds visade trots allt ett bättre resultat och ökade sin fasta intjäning under det andra kvartalet. Kvoten uppges nu ge 381 MSEK på årsbasis (354 MSEK vid utgången av Q1). Ökningen beror på en svagare SEK vs USD.

Små förändringar i prognoser och värdering

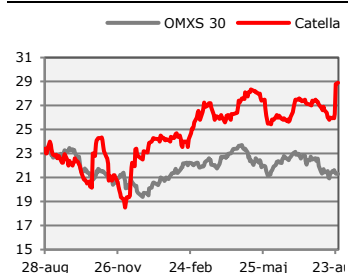
Det starka utfallet i Q2 gör att vi kan höja prognoserna något, men sammantaget är förändringarna relativt små. Vår värdering indikerar ett motiverat värde omkring 37 kronor per aktie i vårt Base Case scenario (tidigare 40 SEK). Skillnaden beror dock enbart på ett lite högre avkastningskrav (WACC) till följd av vår nya ratingmodell.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	2477	2216	2408	2415	2484	2558
EBITDA	442	378	567	438	484	373
EBIT	361	352	451	461	487	358
EPS (adj.)	1,8	-1,0	1,9	2,8	3,2	2,4
EV/Sales	0,6	1,2	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,6	7,3	3,9	4,7	3,9	4,8
EV/EBIT	4,4	7,9	4,9	4,5	3,9	5,0
P/E	8,4	-17,4	11,9	8,1	7,0	9,6

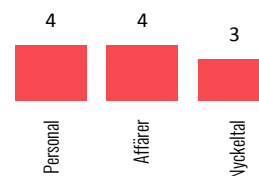
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
20,0	37,0	46,0

CATB.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	Catb.ST
Lista	Nasdaq
Aktiekurs (SEK)	28,7
Börsvärde (MSEK)	2472
Nettokassa (MSEK)	877
Free Float	50 %
Dagl oms. ('000)	50

ANALYTIKER

Henrik Alveskog
henrik.alveskog@redeye.se
Havan Hanna
havan.hanna@redeye.se

Vinstrekord i Q2

Utfallet i Q2-rapporten var långt bättre än vi hade räknat med, där PIM levererar ett rekordkvartal. Även om det främst handlar om rörliga intäkter i PIM så ser vi nu tydligare att denna enhet får ökad betydelse för Catellas intjäning. Equity, Hedge & Fixed Income är fortfarande den klart största resultatgeneratoren, men ett snabbt växande PIM kommer gradvis öka balansen i koncernen. De fasta intäkterna har också ökat vilket stabiliserar Catellas intjäningsförmåga. Affärsenheterna i korthet:

- **Equity, Hedge & Fixed Income** hade ett lite bättre resultat än vi räknat med, främst tack vare lägre kostnader. Årstakten på "fasta intäkter minus fasta kostnader" ökade ytterligare till 381 MSEK. Förvaltningsresultatet har däremot varit klen under senare tid och börjar bli lite oroväckande. Rörliga intäkter känns avlägset och risken för uttag ur fonderna bör rimligen öka.
- **Property Investment Management** fick rejäl utväxling i form av rörliga intäkter. Fortsatt goda nettoinflöden om nära 5 mdr SEK under kvartalet och ett förvaltad kapital som närmar sig 100 mdr SEK. PIM flyttar fram positionerna på flera fronter i Europa och ser ut att få goda synergier mellan verksamheterna i olika länder.
- **Corporate Finance** hade intäkter och resultat på samma nivå som ifjol. Affärsaktivitet och marknadsläge är också i huvudsak oförändrat på en hög nivå.
- **Catella Bank** ser än så länge ut att avvecklas enligt plan. Bolaget upprepar tidigare prognos avseende förväntad tilläggsköpeskilling om 126 MSEK

Catella, resultaträkning								
MSEK	2017 Helår	2018 Q1	Q2	Q3	Q4	2018 Helår	2019 Q1	Q2
Nettoomsättning	1998	411	596	465	686	2159	447	677
Rörelseresultat	412	81	119	90	60	352	62	164
Finansnetto	34	4	-4	-15	1	-15	-17	-6
Resultat före skatt	446	86	115	75	62	337	45	157
Periodens resultat från kvarvarande verksamhet	337	63	75	50	23	210	23	114
Resultat från avyttringsgrupp som innehas för försäljning	-53	-21	-37	-38	-142	-238	110	-49
Nettoresultat	284	42	39	12	-119	-28	133	64
<u>Varav hänförligt till:</u>								
Moderföretagets ägare	192	22	13	-13	-133	-112	111	38
Minoritet	92	20	26	25	14	84	22	27
Verksamhetsgrenar								
Corporate Finance								
Transaktionsvolym, mdr SEK	56	13	16	17	23	69	7	15
Nettoomsättning	656	110	157	145	299	710	102	165
Rörelseresultat	71	-2	16	5	30	49	-12	15
Asset Management								
Förvaltad volym, mdr SEK	164	161	176	179	186	186	196	202
Nettoomsättning	1358	304	441	323	390	1457	347	514
Rörelseresultat	410	103	152	95	41	391	86	160

Källa: Catella, Redeye Research

Equity, Hedge & Fixed Income

Med tanke på att det andra kvartalet inte innehöll några rörliga intäkter (i så fall var de försumbara) så var resultatet bättre än väntat. Kvoten fasta intäkter/fast kostnader har ökat ytterligare till 381 MSEK på årsbasis, se tabell nedan. Det beror sannolikt främst på valutaeffekter där kostnaderna huvudsakligen är i Sverige och en stor del av intäkterna i USD.

Nettoinflödet i Q2 var minus 2 mdr SEK, men hälften låg inom Systematic Equity som ändå är under avveckling, vilket väntas vara slutfört vid årsskiftet. Vi räknar med ett litet intäktsbortfall och en kortsiktig resultatpåverkan. Men det finns andra faktorer som är betydligt mer avgörande för segmentets resultatutveckling. I synnerhet på något års sikt. Det är framförallt förvaltningsresultaten och kopplingen till framtida nettoflöden. Mutual Funds har haft utflöden under det senaste året. Systematic Macro har däremot haft inflöden. Under de senaste 12 månaderna har performance inte varit tillräcklig för att ge några rörliga intäkter. Och Systematic Macro hade en oroväckande svag utveckling i juli och första delen av augusti. Kurvan har vänt upp den senaste veckan, men risken för utflöden har antagligen ökat. Och dessutom ligger high water mark för rörliga intäkter en bra bit bort.

Equity, Hedge and Fixed Income Funds									
MSEK	2016	2017	2018				2018	2019	
	Helår	Helår	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår	Q1	Q2
Totala intäkter	748	851	209	235	205	227	875	210	215
varav Mutual Funds	315	396	94	85	68	64	311	59	64
varav Systematic Funds (IPM)	433	455	114	149	137	163	564	151	151
Rörelseresultat	262	337	96	103	87	37	323	87	94
Årsresultat: "fasta intäkter minus fasta kostnader" *	195	282	282	345	341	327	327	354	381
Upparbetad ej fakturerad rörlig intäkt (Systematic Funds)			125	125	0	0	0	0	0
Förvalt kapital (mdr SEK)	98,9	109,3	105,9	110,7	112,3	103,9	103,9	107,0	107,3
varav Mutual Funds	30,8	32,0	32,3	33,8	34,1	29,3	29,3	29,5	29,2
varav Systematic Funds (IPM)	68,1	77,3	73,6	76,8	78,2	74,7	74,7	77,4	78,1
(Systematic Macro)	37,2	50,7	44,7	45,2	48,7	49,8	49,8	49,7	50,8
(Systematic Equity)	30,9	26,2	26,2	23,8	29,5	24,9	24,9	27,8	27,3
Totalt nettoinflöde	-2,5	8,9	-5,8	-0,8	2,1	-1,7	-6,2	-3,9	-2,0

* Ledningens uppskattning baserat på förvaltningsvolymen vid utgången av respektive kvartal.

Källa: Catella

Property Investment Management

Intäkter och resultat hamnade på nya toppnivåer, främst tack vare prestationsbaserade intäkter i Catella European Residential. Utfallet i Q2 var kanske exceptionellt starkt, men påvisar ändå hävstången i de stora förvaltningsuppdragen. Enligt Catella har även de fasta intäkterna ökat väsentligt både inklusive och justerat för APAM, som köptes i slutet av 2018.

Vår bedömning är att PIM nu är i närheten av break-even på fasta intäkter/ kostnader. De rörliga intäkterna är till stor del svåra att förutspå, men de kommer av allt att döma öka i omfattning. Dels då inflödet av nytt kapital ger upphov till transaktioner och dels då tidigare investeringar successivt blir mogna att avyttras, vilket också ger intäkter till PIM.

Nettoinflödet i Q2 var motsvarande 5 mdr SEK och förvaltad kapital uppgår nu till 95 mdr SEK. Ett flertal nya projekt har initierats där Catella drar nytta av sin paneuropeiska organisation. APAM verkar så här långt bli ett lyckat förvärv och ger kanske mersmak. Catella är inte främmande för att göra något ytterligare selektivt förvärv, men ser ut att huvudsakligen kunna expandera på egen hand.

Property Investment Management									
MSEK	2016 Helår	2017 Helår	2018 Q1	Q2	Q3	Q4	2018 Helår	2019 Q1	Q2
Totala intäkter	295	521	125	212	123	174	634	141	305
varav Property Funds	212	408	82	130	91	104	406	104	237
varav Property Asset Management	95	162	48	90	38	84	260	47	80
Rörelseresultat	3	73	7	49	9	4	68	0	66
Förvaltad kapital (mdr SEK)	40,3	55,0	60,2	64,9	66,7	82,2	82,2	89,0	94,9
varav Property Funds	25,6	36,9	41,2	43,6	45,2	47,6	47,6	51,3	55,1
varav Property Asset Management	14,7	18,0	19,0	21,3	21,5	34,6	34,6	37,7	39,8
Totalt nettoinflöde	4,9	13,7	2,0	2,7	1,9	-1,0	5,7	4,4	4,7
Antal anställda vid periodens slut	105	132	148	169	178	220	220	220	222

Källa: Catella

Corporate Finance

Årets andra kvartal var ganska odramatiskt där utfallet ligger på en oförändrad nivå Y/Y. Marknadsklimatet och affärsaktiviteten ligger också kvar på en hög och likartad nivå som under de senaste åren. I Q2 var det framför allt den svenska verksamheten som gick starkt. Danmark uppges dock ha några stora projekt i pipen, varav en affär, med Tetris A/S och NREP, annonserades i augusti. Kontinentaleuropa var också blandat med en förbättring i Spanien, medan Frankrike och Tyskland hade lägre resultat Y/Y.

Corporate Finance									
MSEK	2016 Helår	2017 Helår	2018 Q1	Q2	Q3	Q4	2018 Helår	2019 Q1	Q2
Totala intäkter	586	659	111	159	146	299	715	103	166
varav Norden	299	312	40	63	54	89	246	34	69
varav Kontinentaleuropa	286	346	70	96	92	210	468	68	97
Intäkter rullande 12m	586	659	647	675	678	715	715	707	714
Rörelseresultat	58	71	-2	16	5	30	49	-12	15
Rörelseresultat rullande 12m	58	71	66	80	62	49	49	39	38
Transaktionsvolym, mdr SEK	55,5	56,2	12,5	16,0	16,9	23,3	68,6	6,8	15,4
varav Norden	30,0	37,3	2,8	6,0	9,4	11,8	30,1	2,7	7,5
varav Kontinentaleuropa	25,5	18,9	9,6	9,9	7,4	11,5	38,5	4,1	7,9

Källa: Catella

Prognos & Värdering

Vi har denna gång sänkt våra prognoser något. Ingen stor dramatik men vi är lite mer försiktiga vad gäller volymtillväxten inom Equity, Hedge & Fixed Income då de inte haft någon direkt imponerande performance i sin förvaltning under senare tid.

Corporate Finance har haft en stabil utveckling de senaste åren, även om vi tvingas konstatera att resultaten har varit lite svagare på sistone. Affärsklimatet är fortsatt klart gynnsamt i Catella viktigaste marknader. Vi tar ändå lite höjd för att aktiviteten har passerat zenit och svalnar lite de närmaste åren vilket då kommer påverka verksamheten främst i Kontinentaleuropa.

Equity, Hedge & Fixed Income har visserligen ökat sin fasta intjäning (381 MSEK på årsbasis). Men som vi påpekat tidigare kan det bli svårare att attrahera nytt kapital om inte förvaltningsresultatet snart förbättras. Rörliga intäkter är svårtippade medan potentialen är mycket stor. Vi är fortsatt konservativa och räknar bara med blygsamma rörliga intäkter. År 2020 minskas intäkterna något av att Systematic Equity har avvecklats. För 2020 räknar vi i övrigt med oförändrade förvaltningsvolymerna och därefter 4-5% årlig tillväxt.

Property Investment Management har haft ett kontinuerligt starkt inflöde av kapital och goda förutsättningar att öka sina intäkter i takt med att den europeiska organisationen kommer på plats. Rörliga intäkter bör bli ett vanligare inslag framgent, men vi måste erkänna att vi fortfarande har väldigt svårt att bedöma en rimlig storleksordning på dessa.

Banking är på god väg att avyttras/avvecklas. Värdet återspeglas i sammanställningen på nästa sida.

Prognoser per affärsenhet						
MSEK	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Corporate Finance						
Intäkter	586	659	715	680	640	620
Rörelseresultat	58	71	49	50	45	45
Marginal	10%	11%	7%	7%	7%	7%
Equity, Hedge & Fixed Income Funds						
Intäkter	748	851	875	858	877	921
Rörelseresultat	262	337	323	360	369	386
Marginal	35%	40%	37%	42%	42%	42%
Property Investment Management						
Intäkter	295	521	634	870	898	942
Rörelseresultat	3	73	68	116	122	137
Marginal	1%	14%	11%	13%	14%	15%
Banking						
Intäkter	433	475	Under			
Rörelseresultat	-6	-12	avyttring/avveckling			
Marginal	neg	neg				
Övrigt (overhead, mm)						
EBIT	-59	-76	-88	-75	-75	-80
Summa Koncernen						
Intäkter	2027	2477	2216	2408	2415	2484
EBIT	258	393	352	451	461	487
EBIT-marginal	12,7%	15,9%	15,9%	18,7%	19,1%	19,6%

Källa: Catella, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
~37 kronor per aktie

Vår värdering har förändrats på ett par punkter som sammantaget ger ett något lägre **motiverat värde omkring 37 kronor per aktie** (tidigare cirka 40). Vi ser med andra ord en fortsatt god uppsida i värderingen även om aktien handlats upp på nya toppnivåer.

Skillnaden i värdering mot tidigare beror främst på ett något högre avkastningskrav (WACC). Vi använder nu 11 procent, mot tidigare 10 procent. Den WACC vi använder genereras av vår ratingmodell där vi nyligen införde en ny och mer omfattande modell.

Högre WACC ger ett lite lägre värde på själva rörelsen. De närmaste årens prognoser för rörelsen har vi höjt en aning, medan långsiktiga antagande är oförändrade. Vi drar av minoritetsandelen i IPM, 800 MSEK, som motsvarar den utestående andelen om 40 procent baserat på bolagsvärdet 2 mdr SEK som IPM värderades till då Catella ökade upp sin ägarandel senast. APAMs minoritetsandel om 25 procent inkluderas i resultatet för PIM. Denna post behandlas i Catellas redovisning som en "oren minoritet" där vinstandelen ingår i personalkostnaderna.

Till värdet av rörelsen adderar vi kassan och finansiella tillgångar samt drar av den externa låneskulden. Sammantaget värderar vi koncernen till drygt 3,2 mdr SEK (med avdrag för minoritet). Utspädningseffekten från återstående optioner (2 milj stycken) är nu begränsad, men beaktas på sista raden i tabellen nedan.

Värdering Catella, MSEK

Antaganden

Årlig tillväxt år 2022-26	3,0%
Marginal efter år 2021	14,0%
Bolagsskatt	28,0%
WACC	11,0%

Rörelsens DCF-värde	3 063
Minoritetsandel (IPM)	-800
Kassa	877
Catella Bank	437
EETI	153
Övriga investeringar/placeringar	258
Extern upplåning	-750

Summa	3 238
Per aktie (exkl. utspädning)	37,5

Summa värde (inkl. utspädning)	3 256
Per aktie (inkl. utspädning)	36,8

Likvida medel som inte ingår i bankrörelsen var 677 MSEK vid utgången av Q2. Därtill adderar vi aktieägarlånet (200 MSEK) som gavs till banken i Q4 och väntas betalas tillbaka under 2019. Catella bank tas upp till 437 MSEK som var det värde som bolaget själva indikerat. Låneportföljerna EETI värderas till 70% av bokfört värde och övriga investeringar till bokfört värde. Den externa upplåningen är en obligation om 750 MSEK.

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport: Ny ratingmodell

Personal: 4

De senaste tre åren har ledningen uppenbarligen fått god kontroll över verksamheten. Vi anser att Catella fortfarande saknar något av en övergripande vision som tydligt stakar ut vägen och visar ambitionen på lite längre sikt. Kommunikationen är bra för ett bolag i denna storlek och ledningen har visat öppenhet och en ambition att beskriva både framgångar och motgångar. De senaste tre åren har ledningen uppenbarligen fått god kontroll över verksamheten. Vi anser att Catella fortfarande saknar något av en övergripande vision som tydligt stakar ut vägen och visar ambitionen på lite längre sikt. Kommunikationen är bra för ett bolag i denna storlek och ledningen har visat öppenhet och en ambition att beskriva både framgångar och motgångar.

Affärer: 4

Den underliggande marknaden förväntas att ha en måttlig tillväxttakt. Catellas position är sammantaget god men inte unik. Hävstången och en stor andel fasta intäkter inom förvaltningen bör innebära att tillväxten kan ske under förbättrad lönsamhet. En svårighet att bedöma i denna typ av verksamhet är dels personberoendet och dels risken för att varumärket tappar värde. Kunderna är sannolikt trogna på kort sikt, men kan byta leverantör på längre sikt då det finns flera alternativ.

Nyckeltal: 3

Lönsamheten har nu förbättrats väsentligt men den längre historiken är brokig och ganska svag. Bolagets egen finansiella målsättning är 15 procent i rörelsemarginal vilket de nu har levererat under ett par års tid. Skuldsättningsgraden är låg och bolaget har byggt upp en anseilig kassa. Delar av de likvida medlen är dock nödvändiga i själva rörelsen. Bolagets relativa storlek samt konjunktürkänsligheten inom Catella Corporate Finance drar ned betyget. Det gör även det faktum att IPM står för en stor del av resultatet. I takt med att PIM växer blir intjäningen sannolikt mer balanserad.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	2 477	2 216	2 408	2 415	2 484
Summa rörelsekostnader	-2 035	-1 838	-1 841	-1 977	-2 000
EBITDA	442	378	567	438	484
Avskrivningar materiella tillg.	-28	0	-109	30	11
Avskrivningar immateriella tillg.	-53	-26	-7	-7	-7
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	361	352	451	461	487
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	34	-15	-35	-38	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	395	337	416	424	487
Skatt	-111	-127	-116	-119	-136
Nettoreultat	192	-112	208	305	351

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	1 066	687	862	749	770
Kundfordringar	725	860	934	937	964
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	2 810	4 247	4 247	4 247	4 247
Summa omsättn.	4 601	5 794	6 044	5 933	5 981
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	27	29	-60	-15	11
Finansiella anl. tillg.	45	116	116	116	116
Övriga finansiella tillg.	438	337	337	337	337
Goodwill	260	260	260	260	260
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	130	386	394	402	410
Övr. anlägg. tillg.	796	6	6	6	6
Summa anlägg.	1 696	1 134	1 053	1 106	1 140
Uppsk. skatteford	99	81	81	81	81
Summa tillgångar	6 396	7 009	7 178	7 120	7 202
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	894	713	775	777	799
Övriga kortfristiga skulder	3 017	3 818	3 818	3 818	3 818
Summa kort. skuld	3 911	4 531	4 593	4 595	4 617
Räntebr. skulder	500	750	750	506	344
L. icke räntebr. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	4 411	5 281	5 343	5 101	4 961
Uppskj. skatteskuld	38	29	29	29	29
Avsättningar	4	53	53	53	53
Eget kapital	1 729	1 441	1 549	1 733	1 954
Minoritet	214	205	205	205	205
Minoritet & E. Kap.	1 943	1 646	1 754	1 938	2 159
Summa skulder och E. Kap.	6 396	7 009	7 178	7 120	7 202

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	2 477	2 216	2 408	2 415	2 484
Sum. Rörelsekostnader	-2 035	-1 838	-1 841	-1 977	-2 000
Avskrivningar	-81	-26	-116	23	4
EBIT	361	352	451	461	487
Skatt på EBIT	-101	-133	-126	-129	-136
NOPLAT	260	219	325	332	351
Avskrivningar	81	26	116	-23	-4
Bruttokassaflöde	341	245	440	309	347
Föränd. i rörelseskap	-98	-952	-13	0	-5
Investeringar	-137	607	-35	-30	-30
Fritt kassaflöde	106	-100	393	278	313

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	30%	23%	24%	27%	30%
Skuldsättningsgrad	29%	52%	48%	29%	18%
Nettoskuld	-566	63	-112	-243	-426
Sysselsatt kapital	1 332	1 593	1 525	1 579	1 617
Kapit. oms. hastighet	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningsstillväxt	22%	-11%	9%	0%	3%
VPA tillväxt (just.)	-29%	-157%	-281%	46%	15%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	11,0 %	NPV FCF (2018-2021)	866
		NPV FCF (2022-2027)	965
		NPV FCF (2028-)	1243
		Rörelsefrämmande tillgångar	852
		Räntebärande skulder	-750
		Motiverat värde MSEK	3176
Antaganden 2022-2026 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	3 %	Motiverat värde per aktie, SEK	36,8
EBIT marginal	14 %	Aktiekurs, SEK	28,7

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	12%	-7%	14%	19%	19%
ROCE	17%	15%	18%	19%	20%
ROIC	22%	16%	20%	22%	22%
EBITDA marginal	18%	17%	24%	18%	19%
EBIT marginal	15%	16%	19%	19%	20%
Nettomarginal	8%	-5%	9%	13%	14%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	2,35	-1,33	2,42	3,53	4,07
VPA just.	1,83	-1,05	1,91	2,79	3,21
Utdelning	1,00	1,20	1,40	1,50	1,60
Nettoskuld	-6,92	0,75	-1,30	-2,82	-4,94
Antal aktier	81,85	84,12	86,28	86,28	86,28

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	1 588,2	2 767,5	2 194,4	2 063,9	1 880,5
P/E	8,4	-17,4	11,9	8,1	7,0
P/E diluted	10,7	-22,2	15,0	10,3	8,9
P/Sales	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0
EV/Sales	0,6	1,2	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,6	7,3	3,9	4,7	3,9
EV/EBIT	4,4	7,9	4,9	4,5	3,9
P/BV	0,9	1,4	1,6	1,4	1,3

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	5,0 %	Omsättning	-1,4 %
3 mån	6,9 %	Rörelseresultat, just.	11,8 %
12 mån	22,4 %	V/A, just	2,1 %
Årets början	23,5 %	EK	-5,0 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Clæsson & Anderzén	48,3 %	47,8 %
Swedbank Robur Fonder	5,8 %	6,0 %
Petter Stordalen (Strawberry Capital AS)	4,2 %	4,4 %
Knut Pedersen	3,5 %	3,1 %
Avanza Pension	2,6 %	2,4 %
Thomas Andersson Borstam	1,9 %	1,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1,7 %	1,5 %
Alcur Fonder	1,6 %	1,4 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	Catb.ST
Lista	Nasdaq Mid Cap
Kurs	28,7
Antal aktier, milj.	86,3
Börsvärde, MSEK	2471,9

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Knut Pedersen
CFO	Marcus Holmstrand
IR	Niklas Bommelin
Ordf	Johan Claesson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q3 report	November 14, 2019
FY 2019 Results	February 21, 2020

ANALYTIKER	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	111 57 Stockholm

Havan Hanna
havan.hanna@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal.

Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier: Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier: Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier: Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Linus Sigurdsson (Trainee)

linus.sigurdsson@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Mark Sjöstedt

mark.sjostedt@redeye.se

Johan Kårestedt (Trainee)

johan.karestedt@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Oskar Bergman (Trainee)

oskar.bergman@redeye.se

Alexander Ribrant (Trainee)

alexander.ribrant@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare så har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-08-28)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	11	8	1
3p - 4p	50	42	27
0p - 2p	19	30	52
Antal bolag	80	80	80

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej

Havan Hanna äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
