

Catella

Sektor: Financial Services

Fastighetsaffär gav rekordresultat

Redeye kan konstatera att Catella levererar sitt hittills starkaste kvartalsresultat. Förvisso drivet av en enskilt stor projektaffär, Grand Central i Tyskland. Men det bekräftar samtidigt det strategiska valet att fokusera mot fastighetsområdet där Catella kan kapitalisera på sin starka position. Vi välkomnar också att bolaget kommer öka transparensen i dessa projektinvesteringar. Vi höjer vår värdering något och ser en fortsatt rejäl uppsida i aktien.

Q3-resultat, ny toppnivå

Totala intäkter ökade 44% Y/Y till 744 MSEK, medan EBIT steg till 259 MSEK (Q3-19: 74 MSEK). Det starka resultatet kommer i första hand från försäljningen av Grand Central som gav stora vinster, både i Catellas egna investeringar i utvecklingsprojekt och i affärsenheten PIM. Nettoflödet av nya förvaltningsuppdrag inom PIM var också på rekordnivå, 9 mdr SEK.

Corporate Finance hade ett riktigt skapligt kvartal medan Mutual- och Systematic Funds visar fortsatt minskade intäkter och minusresultat. Systematic Funds hade också ytterligare negativa nettoflöden om 2,6 mdr SEK. Koncernledningen fick nyligen ett tillskott då Christoffer Abramson tillträdde som ny ordinarie CFO. Vad gäller VD positionen, uppger Johan Claesson (tf VD) att han inte har ambitionen att bli permanent VD.

Bättre genomlysning av fastighetsutvecklingsprojekt

Projektet Grand Central var uppenbarligen en kanonaffär och denna typ av affärer kommer bli återkommande framöver. Catella meddelar nu att de skall ge en bättre genomlysning av sina projektinvesteringar i rapporteringen från och med 2021. Detta blir ett nytt affärsområde, Principal Investments. De potentiella resultateffekterna från dessa affärer är som bekant mycket höga, men har också varit väldigt svåra att bedöma och vi välkomnar verkligen initiativet att öka transparensen.

Vi höjer värderingen

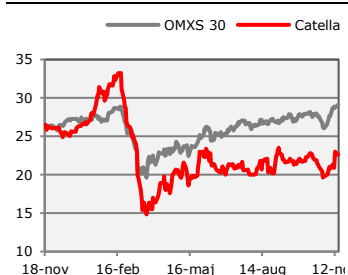
Vi har gjort ett flertal justeringar i våra prognoser och värdering. Sammantaget får vi en positiv effekten i vår värdering som nu ger ett motiverat värde i vårt Base Case scenario omkring 32 SEK per aktie (tidigare: 28 SEK per aktie). Med andra ord en rejäl uppsida mot nuvarande börskurs.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	2216	2398	2102	1872	2034	2095
EBITDA	378	570	561	308	399	359
EBIT	352	422	411	159	249	210
EPS (adj.)	-1.0	0.6	3.0	0.9	1.7	1.5
EV/Sales	1.2	0.9	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	3.6	0.9	1.7	1.1	1.1
EV/EBIT	7.9	4.8	1.2	3.3	1.8	1.9
P/E	-17.4	33.0	7.5	25.9	13.5	15.3

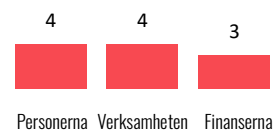
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
18.0	32.0	38.0

CATB.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	Catb.ST
Lista	Nasdaq
Aktiekurs (SEK)	22.7
Börsvärde (MSEK)	2005
Nettokassa 20E (MSEK)	598
Free Float	50%
Dagl oms. ('000)	180

ANALYTIKER

Henrik Alveskog
henrik.alveskog@redeye.se

Fastighetsaffärer gav rekordresultat

Catella levererar sitt resultatmässigt klart starkaste kvartal hittills: 220 MSEK efter skatt är till och med högre än ett genomsnittligt årsresultat under senare tid. Huvuddelen av resultatet kommer förvisso från försäljningen av projektet Grand Central i Düsseldorf. Denna typ av affärer väntas dock bli återkommande, om än oregelbundna, inslag i verksamheten.

Kvartalet präglades också av ett riktigt starkt kassaflöde och likvida medel vid utgången av Q3 uppgick till 1,9 mdr SEK. Drygt 400 MSEK av dessa tillhör Catella Bank och väntas bli tillgängliga under första halvåret 2021, när banken är avvecklad och licensen återlämnad.

Bland affärssegmenten visade PIM ett rekordresultat, till stor del också via den ovan nämnda affären, samtidigt som de haft fortsatt imponerande inflöden av förvaltningsvolym. Corporate Finance hade också ett bättre kvartal än vi räknat med, medan Equity, Hedge & Fixed Income däremot inte lyckats vända den negativa trenden. Affärsenheterna i korthet:

- **Equity, Hedge & Fixed Income** fortsätter tappa förvaltningsvolym inom Systematic Funds: med nettoflöden om minus 2,6 mdr SEK i Q3. Redovisad förlust minskade och vår bedömning är att resultatet i dagsläget ligger strax under break-even.
- **PIM** fortsätter gå som tåget och har återigen inflöden till både fonderna och asset management, motsvarande dryga 9 mdr SEK i kvartalet. EBIT: 92 MSEK är en ny toppnotering för ett enskilt kvartal, drivet främst av rörliga intäkter.
- **Corporate Finance** gick riktigt bra och över förväntan. Förutsättningarna för en säsongsmässigt stark avslutning på året ser nu relativt goda ut.

Catella, resultaträkning

MSEK	2017 Helår	2018 Helår	2019 Q3	2019 Q4	2019 Helår	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3
Totala intäkter	2 013	2 216	517	761	2 420	503	523	744
Rörelseresultat	412	352	74	122	422	72	39	259
Finansnetto	34	-15	-107	-8	-138	-26	-17	-13
Resultat före skatt	446	337	-33	113	284	46	21	246
Periodens resultat från kvarvarande verksamhet	337	210	-60	72	148	24	-73	215
Resultat från avyttringsgrupp som innehas för försäljning	-53	-238	-9	-7	45	-14	-76	5
Nettoresultat	284	-28	-69	65	193	10	-149	220
<u>Varav hänförligt till:</u>								
Moderföretagets ägare	192	-112	-83	47	113	0	-147	220
Minoritet	92	84	14	18	80	10	-2	0
Verksamhetsgrenar								
Corporate Finance								
Transaktionsvolym, mdr SEK	56	69	16	32	70	12	5	10
Nettoomsättning	656	710	150	286	704	107	104	148
Rörelseresultat	71	49	11	48	62	-13	-3	6
Asset Management								
Förvaltningsvolym, mdr SEK	164	186	184	171	171	156	149	136
Nettoomsättning	1 358	1 457	361	438	1 660	345	398	422
Rörelseresultat	410	391	79	67	392	98	45	88

Källa: Catella, Redeye Research

Equity, Hedge & Fixed Income

Avyttringen av 70% av aktierna i Catella Fondförvaltning (Mutual Funds) till Athanase Industrial Partners genomfördes planenligt under hösten. Mutual Funds ingår i Catellas rapporterade siffror till och med augusti. Därefter kommer de redovisas som innehav i intresseföretag under segmentet Övrigt. Resterande 30% av aktierna omfattas av optionsavtal, åt bägge håll, med lösning i januari 2022. Vår gissning är att denna option kommer att nyttjas. Främst då Catella har en tydlig ambition att renodla mot fastighetsaffärer. Planerna att gemensamt bygga upp och erbjuda nya fondprodukter tillsammans med Athanase borde de kunna genomföra ändå.

Vad gäller IPMs framtid i Catella så tror vi inte att det sker någon förändring på kort sikt. Här satsar Catella nu framåt för att bredda erbjudandet med nya fondprodukter. På lite sikt verkar det ändå sannolikt att Catella säljer sin ägarandel om ca 60%. Enligt dem själva är synergier mellan IPM och övriga enheter inom Catella begränsade. Och fokus är ju som bekant mot fastighetsrelaterade affärer i olika former.

IPM gör omtag

Systematic Macro har haft otillfredsställande förvaltningsresultat under en längre tid. Under vårens börsturbulens var det som bekant riktigt svagt. Enligt delårsrapporten har nu stora förändringar genomförts för att förbättra förvaltningsmodellen, vilket givetvis blir spännande att följa. IPM är också på väg att lansera en ny fond, gissningsvis under första halvåret 2021.

Det negativa nettoutflödet i Systematic Macro fortsatte även under Q3. Minus 2,6 mdr SEK är visserligen mildare än tidigare, men det handlar ändå om drygt 10% av förvaltad kapital. Fonden har återhämtat en del av tappet från i våras, men det kommer sannolikt krävas en lite längre tid med god performance innan flödena vänder upp på allvar.

Sedan Catella börjat redovisa förluster inom detta affärssegment har de slutat redovisa årstakten på "fasta intäkter minus fasta kostnader". Den ligger sannolikt på minussidan i dagsläget. I koncernresultaträkningen framgår att minoritetsandelen i Q3 är noll. Det indikerar alltså att IPM visade ett nollresultat. Med nuvarande, något lägre förvaltningsvolym, bör löpande resultat ligga lite under nollstrecket.

Equity, Hedge and Fixed Income Funds							
MSEK	2017 Helår	2018 Helår	2019 Q3	2019 Helår	2020 Q1	Q2	Q3
Totala intäkter	851	875	195	818	160	101	75
varav Mutual Funds	396	311	61	243	60	41	29
varav Systematic Funds (IPM)	455	564	135	576	100	60	47
Rörelseresultat	337	323	64	288	57	-30	-4
Årsresultat: "fasta intäkter minus fasta kostnader" *	282	327	339	204	81	u.s.	u.s.
Upparbetad ej fakturerad rörlig intäkt (Systematic Funds)		0	9	32	0	0	0
Förvaltad kapital (mdr SEK)	109,3	103,9	83,8	70,8	47,8	42,1	0,0
varav Mutual Funds	32,0	29,3	28,3	29,0	20,2	20,0	0,0
varav Systematic Funds (IPM)	77,3	74,7	55,5	41,9	27,6	22,1	19,3
(Systematic Macro)	50,7	49,8	45,8	41,9	27,6	22,1	19,3
(Systematic Equity)	26,2	24,9	9,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Totalt nettoinflöde	8,9	-6,2	-24,9	-45,6	-15,4	-6,9	-24,9

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

Källa: Catella

Property Investment Management

PIM hade ännu ett rekordkvartal, både resultatmässigt och avseende tillväxten i förvaltad kapital. Som framgår av tabellen nedan är intäkterna avsevärt högre Y/Y, vilket till stor del beror på rörliga intäkter relaterade till avyttringen av projektet Grand Central i Düsseldorf. Enligt rapporten har också de fasta intäkterna inom Property Funds ökat.

Både Property Funds och Asset Management hade starka nettoflöden, totalt motsvarande 9 mdr SEK vilket är en ny toppnotering för ett enskilt kvartal. Huvuddelen kom inom Asset management i England som fått mandat att förvalta tre shoppingcenters med finansiella problem. Catella ser goda möjligheter att vinna fler förvaltningsuppdrag av problemtillgångar.

Catella fortsätter att satsa offensivt och nämner bland annat att de gör en översyn av deras tyska verksamhet i syfte att öka tillväxten både inom befintliga segment och nya segment och geografier.

Property Investment Management							
MSEK	2017 Helår	2018 Helår	2019 Q3	2019 Helår	2020 Q1	Q2	Q3
Totala intäkter	521	634	179	871	229	308	349
varav Property Funds	408	406	124	613	145	240	197
varav Property Asset Management	162	260	65	306	100	91	200
Rörelseresultat	73	68	15	104	44	76	92
Förvaltad kapital (mdr SEK)	55,0	82,2	100,3	100,5	108,5	106,5	116,5
varav Property Funds	36,9	47,6	58,7	61,5	67,9	66,3	69,3
varav Property Asset Management	18,0	34,6	41,6	39,0	40,6	40,2	47,2
Totalt nettoinflöde	13,7	5,7	2,3	12,5	2,8	4,4	9,0
Antal anställda vid periodens slut	132	220	237	251	260	256	266

Källa: Catella

Corporate Finance

Efter en rejäl svacka i Q2 blev Q3 desto bättre. Verksamheterna i både Norden och Kontinentaleuropa, som domineras av Frankrike, hade i princip oförändrade intäkter Y/Y. En del affärer som sköts upp i Q2 genomfördes under Q3, vilket bidrog till högre aktivitet. Affärsläget påverkas säkert fortfarande i viss mån av Coronapandemin, men utsikterna för en bra avslutning på året ser nu ändå relativt goda ut.

Corporate Finance							
MSEK	2017 Helår	2018 Helår	2019 Q3	2019 Helår	2020 Q1	Q2	Q3
Totala intäkter	659	715	152	709	109	105	148
varav Norden	312	246	45	225	53	28	45
varav Kontinentaleuropa	346	468	107	482	54	77	103
Intäkter rullande 12m	659	715	720	709	714	649	649
Rörelseresultat	71	49	11	62	-13	-3	6
Rörelseresultat rullande 12m	71	49	44	62	61	43	38
Transaktionsvolym, mdr SEK	56,2	68,6	15,8	70,2	12,0	5,0	9,7
varav Norden	37,3	30,1	7,6	27,1	7,8	1,9	7,2
varav Kontinentaleuropa	18,9	38,5	8,2	43,1	4,2	3,1	2,5

Källa: Catella

Prognos & Värdering

Våra prognosförändringar omfattar huvudsakligen 2020P, med anledning av det starka utfallet i Q3-rapporten. Vi har också höjt förväntningarna på PIM bland annat tack vare fortsatt starka nettoinflöden. För Equity, Hedge & Fixed Income har vi sänkt prognoserna något.

Corporate Finance ser nu ut att klara sig relativt väl trots konsekvenserna av Coronakrisen. Det underliggande marknadsklimatet och investeringsviljan på fastighetsmarknaden är oförändrat starkt vilket ger goda affärsmöjligheter. Åren 2021-22 lämnas oförändrade.

Equity, Hedge & Fixed Income består enbart av IPM från och med innevarande kvartal. I dagsläget har IPM sannolikt inte kostnadstäckning från sina fasta intäkter. Vi tror att de kommer kunna vända den negativa trenden och öka förvaltningsvolymerna. Men våra prognoser är givetvis extremt osäkra och vi in-tecknar bara en relativt långsam återhämtning.

Property Investment Management fortsätter att övertyga med växande förvaltningsvolymerna inom både Funds och Asset Management. I takt med att de etablerar sig på nya marknader och med fler produkter får PIM än bättre utväxling på sin europeiska plattform. Över tid borde lönsamheten stabiliseras via växande fasta intäkter. Rörliga intäkterna kommer dock vara betydande och är väldigt svåra att förutspå.

Prognoserna nedan inkluderar ej Catellas egna investeringar och saminvesteringar som ligger vid sidan av affärsenheterna, bl a fastighetsutvecklingsprojekt. Vi värderar dessa än så länge separat. Catella kommer under 2021 redovisa Principal Investments under ett nytt affärsområde. Då kommer vi också förhoppningsvis bättre kunna lägga egna prognoser.

Prognoser per affärsenhet

MSEK	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Corporate Finance						
Intäkter	659	715	709	612	650	680
Rörelseresultat	71	49	62	18	35	50
Marginal	11%	7%	9%	3%	5%	7%
Equity, Hedge & Fixed Income Funds						
Intäkter	851	875	818	379	200	230
Rörelseresultat	337	323	288	16	0	18
Marginal	40%	37%	35%	4%	0%	8%
Property Investment Management						
Intäkter	521	634	871	1 111	1 022	1 124
Rörelseresultat	73	68	104	247	174	231
Marginal	14%	11%	12%	22%	17%	21%
Banking						
Intäkter	475	Under				
Rörelseresultat	-12	avyttring/avveckling				
Marginal	neg					
Övrigt (overhead, mm)						
EBIT	-76	-88	-32	130	-50	-50
Summa Koncernen						
Intäkter	2 477	2 216	2 398	2 102	1 872	2 034
EBIT	393	352	422	411	159	249
EBIT-marginal	15,9%	15,9%	17,6%	19,6%	8,5%	12,2%

Källa: Catella, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
~32 kronor per aktie

Vår värderings-approach är en summering av rörelsens värde samt övriga definierade finansiella tillgångar och skulder. Denna indikerar nu ett högre värde än tidigare: **cirka 32 SEK per aktie** (tidigare: 28 SEK).

Värderingen av rörelsen är relativt oförändrad då prognosförändringarna för affärsenheterna i stort sett tar ut varandra. Här bör noteras att vi har justerat det förväntade kassaflödet från innevarande år, eftersom tillgångarna i balansräkningen tas upp till värdet per utgången av Q3. Enbart framtida kassaflöden ingår i värderingen av rörelsen.

Till värdet av rörelsen adderar vi kassan och finansiella tillgångar samt drar av den externa låneskulden. Sammantaget värderar vi koncernen till 2,8 mdr SEK (med avdrag för minoritet).

Värdering Catella, MSEK

Antaganden

Årlig tillväxt år 2023-27	3,0%
Marginal efter år 2022	10,0%
Bolagsskatt	32,0%
WACC	12,0%
Rörelsens DCF-värde	1 319
Minoritetsandel (IPM)	-250
Kassa	1354
Catella Bank	400
Catellas egna investeringar	836
Extern upplåning	-854
Summa:	2 805
Per aktie (exkl. utspädning)	31,7

Likvida medel som inte ingår i bankrörelsen var 1 452 MSEK vid utgången av Q3 (+412 MSEK under Q3). Från kassan drar vi 100 MSEK, en grov uppskattning av personalens upparbetade bonus/rörliga lön. Banken väntas ge 400 MSEK efter avveckling.

Catellas egna investeringar (not 3 bokslutsrapporten) tar vi nu upp till bokfört värde 836 MSEK. Här ingår Catellas fastighetsutvecklingsprojekt, kvarvarande 30% av Catella Fondförvaltning, bolåneportföljerna (EETI) och diverse seed-investments.

Den nu genomförda affären Grand Central i Düsseldorf visar att det kan finnas betydande övervärden i Catellas fastighetsutvecklingsprojekt. Förhoppningsvis kommer den förbättrade genomlysningen av dessa göra att vi får bättre möjlighet att själva bedöma värdet. Vi väljer än så länge att vara konservativa.

Den externa upplåningen uppgick vid utgången av Q3 till 854 MSEK. Denna består av Catellas obligation och därutöver fördelaktiga lån (totalt: 104 MSEK) som givits till dotterbolagen i Frankrike och Spanien med anledning av Corona pandemin

Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar

Personerna: 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. Både VD och CFO kommer lämna Catella under 2020. Detta ökar givetvis osäkerheten i det korta perspektivet.

Verksamheten: 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.

Finanserna: 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 ansenlig kassa. Delar av de likvida medlen är dock nödvändiga i själva rörelsen. Bolagets relativa storlek samt konjunkturkänsligheten 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.

RESULTATRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	2,216	2,398	2,102	1,872	2,034
Summa rörelsekostnader	-1,838	-1,828	-1,541	-1,564	-1,636
EBITDA	378	570	561	308	399
Avskrivningar materiella tillg.	0	-128	-130	-129	-130
Avskrivningar immateriella tillg.	-26	-20	-20	-20	-20
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	352	422	411	159	249
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-15	-138	-40	-45	-31
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	337	284	371	114	218
Skatt	-127	-135	-104	-36	-70
Nettoreultat	-112	69	267	77	148

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	687	881	1,148	1,131	747
Kundfordringar	860	1,145	1,004	894	971
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	4,247	759	759	759	759
Summa omsättn.	5,794	2,785	2,910	2,784	2,478
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	29	208	208	209	209
Finansiella anl. tillg.	116	92	92	92	92
Övriga finansiella tillg.	337	261	261	261	261
Goodwill	448	464	464	464	464
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	198	163	163	163	164
Övr. anlägg. tillg.	6	6	6	6	6
Summa anlägg.	1,134	1,194	1,194	1,196	1,196
Uppsk. skatteford	81	78	78	78	78
Summa tillgångar	7,009	4,057	4,183	4,058	3,752
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	714	772	631	562	610
Övriga kortfristiga skulder	3,819	363	363	363	363
Summa kort. skuld	4,533	1,135	994	925	973
Räntebr. skulder	748	750	750	750	286
L. icke räntebr. skulder	0	347	347	347	347
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	5,281	2,232	2,091	2,022	1,606
Uppskj. skatteskuld	29	27	27	27	27
Avsättningar	53	61	61	61	61
Eget kapital	1,441	1,523	1,790	1,734	1,844
Minoritet	205	214	214	214	214
Minoritet & E. Kap.	1,646	1,737	2,004	1,948	2,058
Summa skulder och E. Kap.	7,009	4,057	4,183	4,058	3,752

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	2,216	2,398	2,102	1,872	2,034
Sum. Rörelsekostnader	-1,838	-1,828	-1,541	-1,564	-1,636
Avskrivningar	-26	-148	-150	-149	-149
EBIT	352	422	411	159	249
Skatt på EBIT	-133	-201	-115	-51	-80
NOPLAT	219	221	296	108	169
Avskrivningar	26	148	150	149	149
Bruttokassaflöde	245	369	446	257	319
Föränd. i rörelseskap	-950	-195	0	41	-29
Investeringar	607	-232	-150	-150	-150
Fritt kassaflöde	-98	-58	296	148	140

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	23%	43%	48%	48%	55%
Skuldsättningsgrad	52%	49%	42%	43%	16%
Nettoskuld	61	-131	-398	-381	-461
Sysselsatt kapital	1,591	1,514	1,514	1,475	1,504
Kapit. oms. hastighet	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	-11%	8%	-12%	-11%	9%
VPA tillväxt (just.)	-157%	-160%	278%	-71%	91%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	12.0 %	NPV FCF (2020-2021)	532
		NPV FCF (2022-2028)	489
		NPV FCF (2029-)	550
		Rörelsefrämmande tillgångar	1981
		Räntebärande skulder	-750
		Motiverat värde MSEK	2802
Antaganden 2023-2027 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	3 %	Motiverat värde per aktie, SEK	31.7
EBIT marginal	10 %	Aktiekurs, SEK	22.7

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	-7%	5%	16%	4%	8%
ROCE	15%	17%	16%	6%	10%
ROIC	16%	14%	20%	7%	11%
EBITDA marginal	17%	24%	27%	16%	20%
EBIT marginal	16%	18%	20%	8%	12%
Nettomarginal	-5%	3%	13%	4%	7%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	-1.33	0.80	3.02	0.88	1.68
VPA just.	-1.05	0.63	3.02	0.88	1.68
Utdelning	1.20	0.00	1.51	0.44	0.84
Nettoskuld	0.73	-1.52	-4.50	-4.32	-5.22
Antal aktier	84.12	86.28	88.35	88.35	88.35

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	2,765.5	2,043.8	507.7	524.2	444.0
P/E	-17.4	33.0	7.5	25.9	13.5
P/E diluted	-22.2	41.8	7.5	25.9	13.5
P/Sales	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0
EV/Sales	1.2	0.9	0.2	0.3	0.2
EV/EBITDA	7.3	3.6	0.9	1.7	1.1
EV/EBIT	7.9	4.8	1.2	3.3	1.8
P/BV	1.4	1.5	1.1	1.2	1.1

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR		18/20E
1 mån	2.7 %	Omsättning	-2.6 %
3 mån	4.1 %	Rörelseresultat, just.	8.1 %
12 mån	-14.3 %	V/A, just	n.m.
Årets början	-13.9 %	EK	10.3 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Claesson & Anderzén	49.4 %	48.8 %
Alcur Fonder	4.2 %	3.8 %
Rutger Arnholt	3.4 %	3.6 %
Avanza Pension	3.1 %	2.8 %
Petter Stordalen (Strawberry Capital AS)	2.9 %	3.2 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2.8 %	2.6 %
Nordea Fonder	2.4 %	2.1 %
Knut Pedersen	2.3 %	2.1 %
Ålandsbanken i Ägares Ställe	2.0 %	1.8 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	Catb.ST
Lista	Nasdaq Mid Cap
Kurs	22.7
Antal aktier, milj.	88.3
Börsvärde, MSEK	2005.5

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Johan Claesson (tf)
CFO	Christoffer Abrahamson
IR	Niklas Bommelin
Ordf	Jan Roxendal (tf)

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
FY 2020 Results	February 25, 2021

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 till 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

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Erika Madebrink

erika.madebrink@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Nima Faroghi

nima.faroghi@redeye.se

Editorial

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Gabriel Höglund

gabriel.hoglund@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Niklas Elmhammer

niklas.elmhammer@redeye.se

Mats Hyttinge

mats.hyttinge@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Nima Faroghi

nima.faroghi@redeye.se

Filip Einarsson

filip.einarsson@redeye.se

Fredrik Thor

fredrik.thor@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 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 (2020-11-18)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	21	16	3
3p - 4p	105	87	40
0p - 2p	5	28	88
Antal bolag	131	131	131

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

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