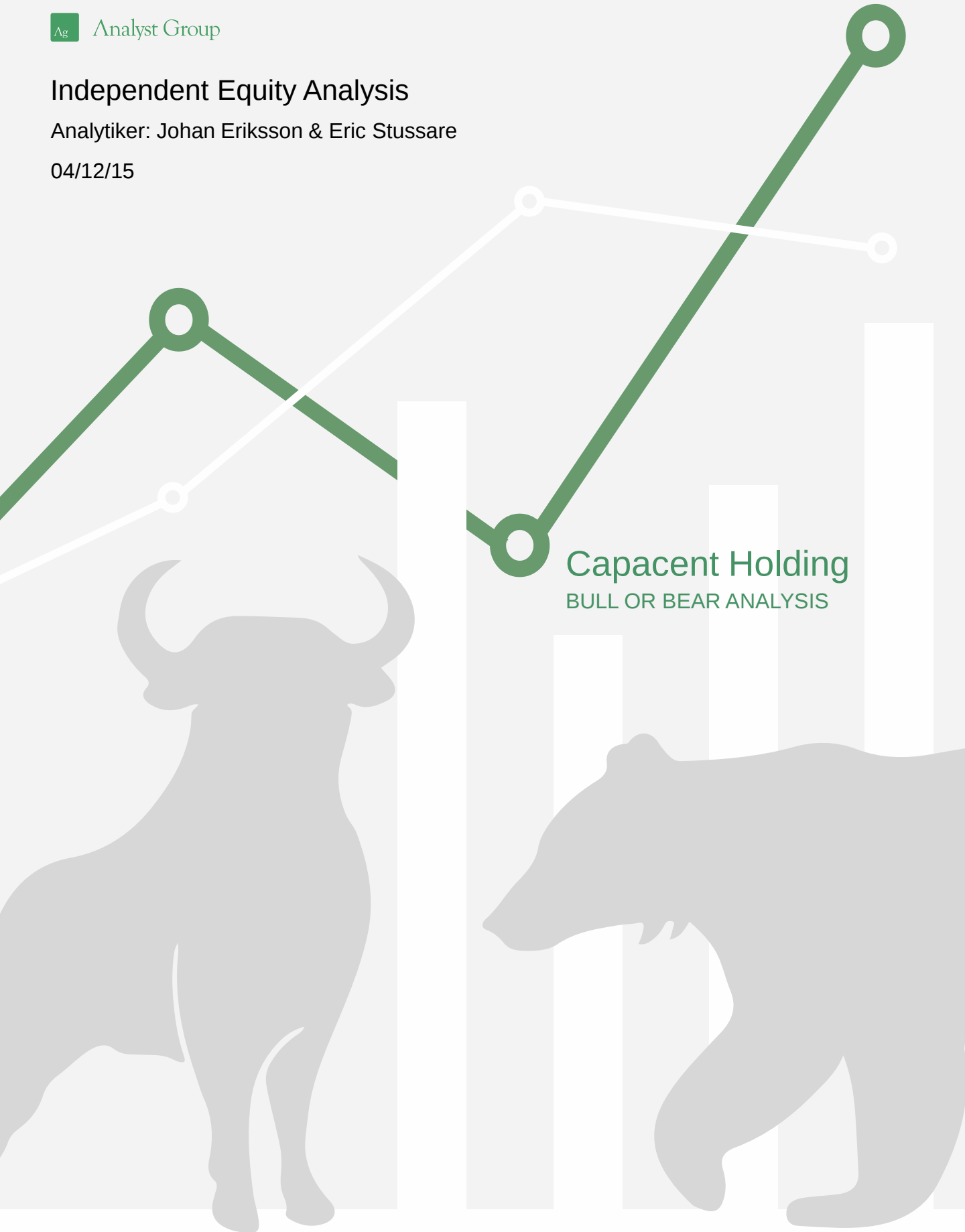
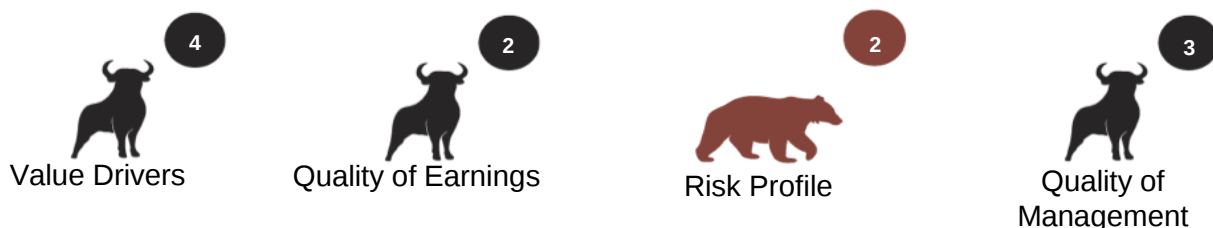


Independent Equity Analysis

Analytiker: Johan Eriksson & Eric Stussare

04/12/15





- » **Potentiell direktavkastning på 11,3 %.** Verksamhet med lågt kapitalbehov i kombination med ledningens ambition att dela ut hela årets resultat, ger möjlighet till en direktavkastning på 11,3 %. En väldigt attraktiv direktavkastning i dagens lågränteklimat.
- » **Incitamentprogram som kommer höja efterfrågan i aktien periodvis.** Personalen tilldelas 20 % av EBITDA som i sin tur är öronmärkta för att köpa aktier över marknaden.
- » **Stark ledningen med en erfaren styrelse** som siktar på förvärv och expansion till nya marknader. En erfaren ledning och styrelse som har kommunicerat framtida förvärv som en av huvudanledningarna för noteringen.

ANALYTIKER	
Johan Eriksson	johan.eriksson@analystgroup.se
Eric Stussare	eric.stussare@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Skeppargatan 41 114 52 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se

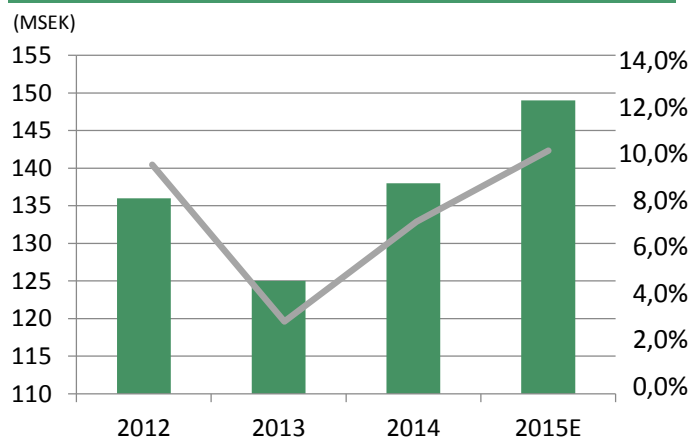
Capacent Holding	
Aktiekurs	36
v. 52 högsta / lägsta	30,30/37,50
Antal aktier	2 643 600
Börsvärde (MSEK)	95,2
Nettoskuld (MSEK)	-1,2
EV (MSEK)	94
Sektor	Managementkonsult
Lista / kortnamn	First North/CAPAC
Nästa rapport	2016-02-19

UTVECKLING	
1 månad	2,86%
3 månader	NA
1 år	NA
YTD	18,81%

HUVUDÄGARE	
Hendrik Trepp	19,15%
Joakim Hörwing	12,75%
Per Granath	10,69%
Thomas Lundström	10,01%
Edvard Björkenheim	7,95%

LEDNING			
CEO		Edvard Björkenheim	
Styrelseordförande		Håkan Erixon	
INSYNSHANDEL	NAMN	FÖRÄNDRING	TOTALT
11/11/15	Per Granath	120598	282631
10/11/15	Edvard Björkenheim	10000	210136
02/10/15	Per Granath	162033	162033
NA	Hendrik trepp	506245	506245
NA	Joakim Hörwing	337137	337137
NA	Thomas Lundström	264576	264576
NA	Edvard Björkenheim	200136	200136
NA	Håkan Erixson	375	375
NA	Per Olof Lindholm	16000	16000

Omsättning och EBITDA



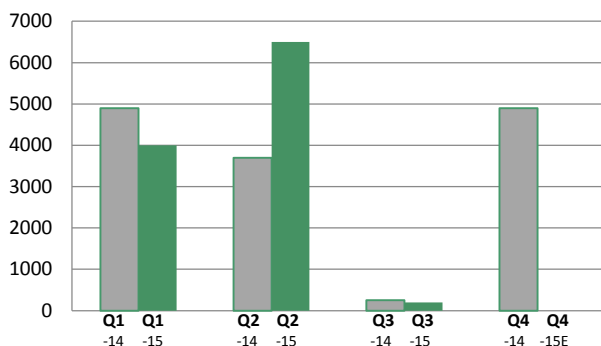
Value Drivers



Investment Thesis

Capacent Holding är ett managementkonsultbolag som nyligen noterats på börsen. Hög direktavkastning och incitamentprogram driver uppsidan medan nedsidan är begränsad.

Ett utlovat starkt Q4 ger estimerad omsättning och EBITDA på 150 MSEK respektive 15,6 MSEK för 2015. Capacents prognos för ett bättre sammantaget andra halvår 2015 än 2014, trots ett sämre Q3 än 2014, är oförändrad avseende såväl intäkter som EBITDA. För att prognosen ska uppfyllas krävs således ett väldigt starkt Q4 där omsättningen ökar med 19 % och EBITDA med 18 % mot Q4 2014.



Diagrammet visar förhållandet mellan EBITDA kvartalen emellan för respektive år och förtydligar vad som krävs i Q4 för att ledningens löfte ska uppfyllas.

Lågt kapitalbehov ger utrymme för direkt-avkastning på 10-12 %. Ledningen har tidigare kommunicerat att bolaget avser att dela ut årets resultat justerat för eventuella rörelsekapital-förändringar och investeringar. Vi estimerar 2015 resultat enligt följande: Omsättningen har haft en genomsnittlig ökning de senaste 5 åren på ca 9 %. Antar vi att tillväxttakten kommer vidtaga för helåret 2015 når Capacent en omsättning över 150 MSEK. EBITDA-marginalen för 2015 beräknar vi till 9,8 % efter ett starkt Q4. Vi når då ett EBITDA-resultat på 15,6 MSEK. Vi räknar med att man delar ut 100 % av vinsten efter skatt och delar detta på antal aktier får vi en direktavkastning på 11,3 %. Med tanke på att bolaget har en befintlig kassa på 5,2 MSEK gör vi antagandet att det är fullt möjligt att hela vinsten delas ut. Direktavkastning på dessa nivåer anser vi vara väldigt attraktiva samt att den höga direktavkastningen har potential att agera katalysator för aktiekursen.

Business Summary

Capacent är ett nordiskt managementkonsultbolag med kontor i Sverige och Finland. Företaget har ett brett utbud av tjänster och kan hantera såväl större förändringsprogram som mindre nischade projekt. Några huvudområden är strategiförändringar, verksamhets-styrning, operations, kundstrategi och informationshantering. Företagets kunder finns inom industri, handel och den finansiella sektorn och har någon form av koppling till Norden. Företagets kunder är stora och medelstora företag.

Incitamentprogram höjer efterfrågan på aktierna. För att behålla kvalitativ personal och inte förlora hög-presterande konsulter till konkurrerande firmor, vilket kommer vara viktigt för framtiden, har bolaget infört ett incitamentprogram där bonus delas ut i form av aktier till medarbetare. Incitamentprogrammet är utformat så att Capacent delar ut 20 % av EBITDA till de anställda. Bonusutbetalningen är avsatt för handel av aktier i bolaget över marknaden. Denna handel sker under en begränsad period på fyra veckor oavsett kurs vilket har potential att driva upp aktiekursen under dessa perioder. Vidare ser vi även positivt på incitament-programmet i den bemärkelsen att de på sikt sänker personalomsättningen.

Starkt management med erfaren styrelse och ett insider ägande på 60,5 %. CEO Edvard Björkenheim och CFO Joakim Hörwing har båda funnits i bolaget i flera år och har gedigen erfarenhet av branschen. Vidare har Capacent lyckats attrahera en styrelse som höjde kvalitén och erfarenhet inför noteringen. Styrelseordförande Håkan Erixon sitter i övrigt bl.a. med i styrelsen för Vattenfall AB och har tidigare styrelseerfarenhet från SAAB Automobil & Carnegie Investment Bank.

Ett fortsatt CAGR, som uppgått till 8,92 % 2010-2014, i kombination med framtida förvärv driver tillväxten. Capacent har kommunicerat att målet är att ha en organisk tillväxt som överstiger marknadens tillväxt som bedöms till 4,7 %. Målet känns rimligt och relevant eftersom det är ett mindre bolag som bör växa i högre takt än marknaden vilket bolaget historiskt lyckats väl med. De finansiella målen ska uppnås genom att organiskt bygga vidare på den nuvarande starka marknadspositionen, och utforska möjligheter till geografisk expansion. Historiskt har man förvärvat konsultfirmor med diverse olika specifikeringar för att bredda variation av kunder och kunnat hjälpa befintliga kunder inom flera områden. Vidare var ett av motiven för börsnoteringen att underlätta för eventuella förvärv, vilket tyder på att detta kan finnas med i framtidsplanerna. Norge är en tänkbar marknad att expandera till, och kontor i Norge är ett möjligt scenario inom en överskådlig framtid.

Risken i marknaden och hög goodwillpost bör tas i beaktning. En konjunktur nedgång behöver nödvändigtvis inte drabba Capacent negativt, snarare är det mellanperioder där företag väntar in bättre tider som kan drabba Capacent negativt. 2013 var ett exempelvis ett väldigt svagt år för Capacent främst på grund av den makroekonomiska inbromsningen i Finland. Vidare ser vi en viss risk i den höga goodwillandelen i balansräkningen till följd av historiska förvärv. Ett dåligt år likt 2013 kan tvinga fram högre avskrivning av goodwill skulle slå hårt på resultatet.

Capacent

Valuation

Värdering för Capacent baseras dels på tre hypotetiska scenarion, samt en multipelvärdering där vi jämför relevanta nyckeltal med jämförbara peers.

Bull, Base & Bear

MSEK	OMS	EBITDA-%	EBITDA	EV/EBITDA
BULL	176	11,00 %	19,36	4,99
BASE	160	9,80 %	15,68	6,16
BEAR	144	7,00 %	9,80	9,85

Scenariona baseras på våra estimat för 2016.

Bull-baseras på att bolaget når sitt EBITDA-marginalmål på en marginal över 10 %. Omsättningen ökar med ca 10 % tack vare en stark konjunktur och att Capacent fortsätter att ta marknadsandelar. Framtida förvärv är dessutom tänkbart i ett Bull-scenario.

I Base-scenariot baserar vi EBITDA-marginalen på att de håller liknande nivå som 2015. Omsättningen i sin tur uppskattar vi till en tillväxt något blygsammare än CAGR för Capacent de senaste åren. Detta eftersom vi får räkna på en estimerad omsättning för helåret 2015.

Till en följd av svagare efterfrågan grundar vi vårt Bear-scenario i att omsättningstillväxten avtar vilket i sin tur leder till en försämrad EBITDA-marginal och EBITDA under 2016.

Stabil finansiell ställning

Att Capacent idag har en kassa på 5,2 MSEK samt en outnyttjad kontokredit på 14 MSEK indikerar på att det finns utrymme för att kunna hantera tillfälliga fluktuationer i rörelsekapitalet. Vidare uppgår soliditeten till 78,4 % och balanslikviditeten till 1,15.

Multipelvärdering

Vid val av jämförbara peers hittade vi väldigt få renodlade noterade management konsultbolag då de flesta bolagen är privatägda. De få bolag som är noterade är stora multinationella konsultbolag med omsättningar på över 100 MDSEK.

Därför valde vi att använda konsultbolaget Knowit, IT- och managementbolag Softronic samt bemanningsföretaget SJR in Scandinavia som jämförbara peers. Tre svenska företag med relativt lik storleksordning som har inslag utav managementkonsulting i sin verksamhet. Genomgående för alla tre bolag är att samtliga även har en hög utdelningsandel.

Q3 2015	EV (MSEK)	EBITDA-%	EV/S	EV/EBITDA	Dir.avk.
SJR	338,70	10,50 %	1,06	10,14	5,78 %
Knowit	1322,30	11,60 %	1,33	11,40	2,25 %
Softronic	386,80	7,36 %	0,67	9,08	5,92 %
Snitt	-	8,52 %	0,78	9,06	5,80 %
Capacent	94,0	9,80 %	0,63	6,44	11,30 %

Med hänsyn till nyckeltalen EV/S och EV/EBITDA handlas Capacent idag till en rabatt i intervallet 21-28 % jämfört med snittet för peers. En viss rabatt anser vi är rättfärdigad. Capacent är det minsta av bolagen sett till Enterprise Value, samt att Capacent har en kortare historik än de bolag vi jämför med. Vidare uppvisade även Capacent ett svagt resultat 2013 med en EBITDA på 1 %, vilket visar på en viss osäkerhet i företagets intjäningsförmåga. Capacent har dock en EBITDA-marginal som är bättre än snittet vilket vi värderar positivt. Med detta i beaktning anser vi att en rabatt runt 20 % är motiverat. Direktavkastningen för Capacent är avsevärt högre än sina peers, i relation till snittet är direktavkastningen hela 95 % högre. Här får vi dock ta i beaktning att direktavkastningen för Capacent baseras på våra antaganden medan direktavkastningen för Knowit, SJR och Softronic baseras på siffror som kommunicerats från bolagen själva.

Med bakgrund till multipelvärderingen anser vi att Capacent handlas till väldigt attraktiva nivåer i dagsläget. Ser vi endast till direktavkastning finns en potential uppsida på 95 % från nuvarande nivåer. Detta i kombination med incitamentsprogram som kommer driva på efterfrågan på aktier samt en attraktiv multipelvärdering jämfört med peers leder oss till slutsatsen att det finns utrymme för en uppvärdering från nuvarande aktiekurs.

Interview with CEO

» Hur stor del av omsättningen står de fem största kunderna för?

- Varierar från år till år, men i stora drag kan man säga att de 10 största kunderna står för ungefär 50% av omsättningen.

» Hur differentierar Capacent sig från sina konkurrenter? Varför väljer kunder er?

1. Förtroendet för case-ansvarige och det presenterade teamet.
2. Referenser från motsvarande case.
3. Vårt track record att driva förändring.
4. Vårt pragmatiska, skraddarsydda (inte ett standard koncept & approach) och människonära arbetssätt.
5. De vill ha ett nordiskt alternativ, inte arbeta med de stora (strategifirmorna eller Big4)

» Kommer ni kommunicera stora orderuppslag från kunder till marknaden?

- Nej, inte i regel. Det skall vara exceptionella projekt i så fall.

» Förvärv har kommunicerats vid ett flertal tillfällen, hur skulle detta kunna se ut och ligger det inom en närliggande framtid?

- Förvärv görs för att endera förstärka nuvarande erbjudandet eller expandera a) service palett, b) till nytt kundsegment t.ex. den offentliga sektorn eller c) geografiskt, i första hand till närliggande områden

» Hur ser ledningen på konjunkturläget för Sverige och Finland? Hur påverkar konjunkturläget efterfrågan på Capacents tjänster

- Konjunkturen i Sverige ser fortsatt stark ut drivet av den inhemska konsumtionen. Ifall exporten dessutom börjar dra bättre kommer det sätta ytterligare fart på ekonomin. Läget i Finland fortsatt svagt ut – tre stora chocker har slagit nästan på en gång: a) Nokias fall, b) skogsindustrins transformation och c) den Ryska krisen.

Konjunkturen i sig inverkar inte starkt på totala efterfrågan, konjunkturskiften mot det sämre kan däremot temporärt lamslå kundernas beslutsfattning. Vi såg ingen effekt av detta 2008-9, däremot 2012-13 märkte vi det.

Edvard Björkenheim, VD Capacent Holdning
2015-11-23

Rating

 4	Value Drivers	Attraktiv multipelvärdering, indikationer på hög direktavkastning och ett incitamentprogram som kan driva aktiekursen. Det finns ett flertal faktorer som kan motivera en uppvärdering och därför ger vi en hög rating i ett kortsiktigt perspektiv.
 2	Quality of Earnings	Capacent har, bortsett från det svaga 2013, uppvisat stabila marginaler de senaste fem åren med en EBITDA-marginal på runt 10 %. Vidare har bolaget haft en stabil organiskt tillväxt sedan bolaget grundades 2004.
 2	Risk Profile	Avskrivning av den höga andelen Goodwill i balansräkningen och makroekonomiska risker likt 2013 års händelser höjer riskprofilen. På kort sikt ser vi dock en mer begränsad nedsida, främst med hänsyn till ledningen guidance om ett bra H2 2015.
 3	Quality of Management	En ledning med mycket branschfarenhet och en högkvalitativ styrelse med erfarenheter från ett flertal större bolag i kombination med ett högt insiderägande.
 3	Overall view	Sammanfattningsvis står Capacent inför en spännande framtid, där vi har identifierat hög direktavkastning, attraktiv multipelvärderingar och incitamentsprogrammet som de tre största värde drivarna för aktiekursen.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer är riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear-Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och överbägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen. Ingen analytiker av denna analys äger aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.