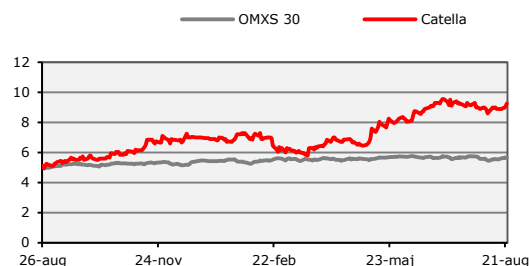
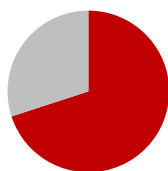


Sammanfattning
Catella (Catb.ST)
På väg att ta revansch

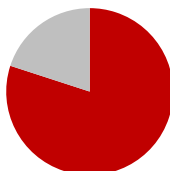
- Utfallet i Q2 var lite bättre än vi hade räknat med men avvikelserna är relativt små. Resultatet före skatt uppgick till 86 MSEK, inklusive e.o. poster om 35 MSEK, medan vår prognos var cirka 75 MSEK.
- Båda verksamhetsgrenarna, Corporate Finance och Kapitalförvaltning har utvecklats väl och visar en klar förbättring mot fjolåret. Vi noterar återigen att nettoinflödet till fondrörelsen är imponerande starkt, +4,7 mdr SEK samt att Förmögenhetsförvaltningen har en bra bit kvar till lönsamhet.
- Vi har höjt prognoserna något för de rörelsedrivande enheterna. De finansiella tillgångarna har också ökat och vårt motiverade värde har stigit till omkring 13 kronor per aktie.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

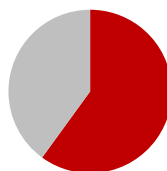
First North
854 MSEK
Financial Services
Knut Pedersen
Johan Claesson


Redeye Rating (0 – 10 poäng)
Ledning


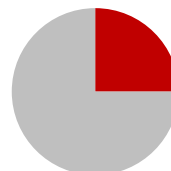
7,0 poäng

Ägarskap


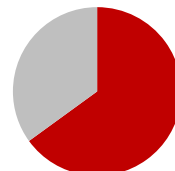
8,0 poäng

Tillväxtutsikter


6,0 poäng

Lönsamhet


2,5 poäng

Finansiell styrka


6,5 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	987	1 038	1 296	1 387	1 456	Aktiekurs (SEK)	10,5
Tillväxt	-7%	5%	25%	7%	5%	Antal aktier (milj)	81,7
EBITDA	-11	8	145	170	149	Börsvärde (MSEK)	854
EBITDA-marginal	Neg	1%	11%	12%	10%	Nettokassa (MSEK)	233
EBIT	-33	-12	130	159	137	Free float (%)	39%
EBIT-marginal	Neg	Neg	10%	11%	9%	Dagl oms. ('000)	50
Resultat före skatt	-4	-7	184	150	134	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-13	-21	164	115	103		
Nettomarginal	Neg	Neg	13%	8%	7%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,60	0,71	0,63		
VPA	-0,16	-0,26	1,57	1,10	0,99		
P/E	Neg	Neg	6,7	9,5	10,6		
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1		
EV/EBITDA	Neg	26,9	1,9	1,3	1,2		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Förbättringar på flera fronter

Catellas halvårsrapport påminde till stora delar om årets första kvartal, med hänsyn taget till säsongeffekterna inom Corporate Finance. Möjligen är det en signal om att bolaget har fått ett bra grepp om verksamheterna vilket minskar överraskningsmomenten. Ledningen talar fortfarande om att mycket arbete återstår innan Catella blir riktigt effektiva i sina processer och utnyttjar synergier inom koncernen. Men det är sannolikt ett långsiktigt arbete som inte kommer innebära några enskilt stora överraskningar för omvärlden. Nedan följer några highlights från Q2-rapporten:

- Förvaltningsvolymerna har fortsatt att stiga rejält. Nettoinflödet under Q2 var 4,7 mdr SEK. Totalt växte förvaltningsvolymen från 60 till 67 mdr SEK under kvartalet.
- Kortrörelsen ökade intäkterna med cirka 15% och visade nu svarta siffror. Förmögenhetsförvaltningen visar däremot fortsatt förlust. Sammantaget i Catella Bank minskar underskottet något till -8 MSEK i Q2.
- Corporate Finance redovisade klart anständiga siffror. Under Q2 bidrog både Nordic Fixed Income och rådgivning inom Consumer-segmentet med en relativt stor andel av affärersaktiviteten.
- Catella har nu 51% ägande i kapitalförvaltaren IPM som kommer konsolideras från och med Q3. IPM hade ett positivt resultat under första halvåret men resultatandelen i Q2 var blygsamma 1 MSEK.
- Portföljen av högrisklån, EETI, genomförde en omvärdering som gav en positiv resultateffekt på 32 MSEK under Q2. Denna kommunicerades dock redan i samband med bolagets Q1-rapport.

Catella, resultaträkning													
	2012				2012	2013				2013	2014		
MSEK	Q1	Q2	Q3*	Q4	Helår*	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår	Q1	Q2	
Nettoomsättning	231	221	231	281	971	189	240	259	331	1020	262	348	
Rörelseresultat	-3	-11	-37	18	-33	-36	10	10	4	-12	16	43	
Finansnetto	12	9	7	1	29	-5	7	6	-3	5	10	42	
Resultat före skatt	9	-3	-29	19	-4	-41	17	16	1	-7	26	86	
Nettoresultat	7	-3	-31	14	-13	-39	11	10	-3	-21	15	85	
Verksamhetsgrenar													
Corporate Finance													
Transaktionsvolym, mdr SEK	3	5	9	34	51	3	10	25	13	50	10	12	
Nettointäkter **	77	80	91	141	389	46	91	108	138	384	67	130	
Resultat före skatt	-6	-1	8	36	37	-27	8	22	9	11	-8	24	
Kapitalförvaltning													
Förvaltd volym, mdr SEK	41	40	42	41	41	42	44	46	52	52	60	67	
Nettointäkter **	107	89	89	91	375	97	104	98	137	435	143	149	
Resultat före skatt	16	2	-27	-2	-11	-1	13	-2	7	17	30	32	

* Integrations- och omstruktureringskostnader totalt 34 MSEK varav 32 MSEK inom Kapitalförvaltning.

** Med avdrag för uppdragskostnader och provisioner.

Källa: Catella, Redeye Research

Kapitalförvaltning – ökande repetitiva intäkter

Q2 var siffermässigt mycket likt utfallet för Q1. Nettoinflödet inom förvaltningen var fortsatt riktigt starkt, nära 5 mdr SEK. De svenska fonderna stod för huvuddelen av inflödet, som främst gick till ränte- och hedgefonder. Catella Bank visar fortfarande en förlust, men på en något lägre nivå än tidigare, se tabell nedan.

Fonderna fortsätter växa

Kortrörelsen över break-even

Förmögenhetsförvaltningen behöver växa 50%

Kortrörelsen har ökat sina intäkter och visar nu ett blygsamt men ändå positivt resultat. Mellan Q2 och Q1 ökade intäkterna cirka 15% till följd av högre volymer på inlösensidan. Aktiviteten inom utgivning av kort har längre säljcykler, men förväntas successivt öka. I rapporten uppges att Capitol Visa Infinite, ett kreditkort för internationella Private Banking kunder, lanserades i juli. Förmögenhetsförvaltningen hade under årets första halva intäkter omkring 40 MSEK, ett underskott om cirka 20 MSEK samt 9-10 mdr SEK i förvaltat kapital. För att nå break-even ser de ut att behöva 50% högre intäkter, vilket sannolikt innebär omkring 15 mdr SEK i förvaltat kapital.

Kapitalförvaltning						
MSEK	2013				2014	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Nettointäkter	97	104	98	137	143	149
Resultat före skatt	-1	13	-2	7	30	32
Varav Catella Bank	-18	-9	-18	-18	-11	-8
Resultat exkl. Catella Bank	17	22	16	25	41	40
Förvaltat volym, (mdr SEK)	42,1	43,5	46,1	52,3	60,1	66,6
Nettoinflöde till förvaltningen	0,7	0,9	1,0	4,6	6,5	4,7

Källa: Catella, Redeye Research

I tabellen nedan har vi för åren 2012-13 ställt intäkterna från förvaltningen i relation till förvaltningsvolymerna (AuM). Detta ger en fingervisning om intäktsnivåerna det närmaste året, med tanke på den kraftigt ökade volymen. Här indikeras att intäkterna kommer öka cirka 150 MSEK, jämfört med år 2013, bara baserat på de 67 mdr SEK i AuM som Catella hade vid utgången av Q2. Resultatet kommer därmed att lyfta markant även om en betydande del säkerligen tillfaller personalen i form av rörlig lön.

Högre AuM lyfter intäktsnivån

Fond- & förmögenhetsförvaltning			
MSEK	2012	2013	Intäkts-potential
Totala intäkter Kapitalförvaltning	565	630	
Uppdragskostnader och provisioner	-193	-200	
Kort- och betalningstjänster	-141	-139	
Nettointäkter fond- & förmögenhetsförvaltning	231	291	441
AuM, mdr SEK (genomsnitt)	40	44	67
Nettointäkter/AuM	0,58%	0,66% =>	0,66%

Källa: Catella, Redeye Research

Återhämtning i Europa

Lite trögt i Tyskland men
H2 ser bättre ut

Corporate Finance – tydlig förbättring

Över lag har aktiviteten på hela europamarknaden ökat under det senaste året och Catella ser goda förutsättningar för att 2014 blir ett bättre år än 2013. Bolaget uppger att alla enheter inom fastighetsrådgivning utvecklades väl under kvartalet med undantag för den tyska verksamheten. Satsningen på den tyska marknaden har inte direkt fått någon flygande start, men uppges i stort sett följa planen. Ledtiderna vid fastighetsaffärer och i synnerhet i samband med etableringar på en ny marknad, är sannolikt ganska långa. Catella räknar med ett bättre andra halvår i Tyskland. Catella är främst beroende av den svenska och franska marknaden där de vanligtvis hämtar omkring ¾- delar av sina intäkter. I dessa två länder är affärsläget gott och Catella bör kunna kapitalisera på sina starka positioner.

ETTI – hoppfullt men osäkert

Positivt med uppskrivning
men osäkerheten är
betydande

Under kvartalet skedde en uppvärdering av EETI´s låneportföljer om motsvarande 32 MSEK. Bakom denna nettoförändring låg dock flera prognosjusteringar i de olika lånen som påverkade värdet både uppåt och nedåt. Vi kan inte bedöma säkerheten i de nya prognoserna, men kan konstatera att stora förändringar innebär någon form av osäkerhet i prognoserna. Förvisso är uppjusteringar bättre än nedjusteringar. Men i vår värdering ökar vi nu den rabatt som vi åsätter EETI från tidigare 80% till 70%. Det är givetvis helt schablonmässigt, då vi saknar djupare insyn i låneportföljen. Den diskonteringsräntan som används för EETI: 10,6%, anser vi dock vara alltför låg i relation till de avkastningskrav som är vedertagna på aktiemarknaden. Vi använder exempelvis en WACC på 12,1% för värderingen av Catellas rörelse, se nedan. Någon form av rabatt mot bokförda värde anser vi därför vara motiverat.

Utfallet under Q2 var klart högre än förväntat i relativa termer. Det hänger också samman med att ett av lånen, Ludgate, börjat ge bättre kassaflöden. Uppvärderingen av portföljen berodde främst på den positiva utvecklingen i Ludgate. Sedan starten år 2009 har avkastningen sammanlagt överträffat prognoserna, men utfallen har pendlat rejält över tiden.

Kassaflöden, prognoser och utfall, MEUR					
Period		Prognos	Utfall	Skillnad	%
2009	Q4	0,72	1,17	0,45	63%
2010	Helår	3,66	3,65	-0,01	0%
2011	Helår	3,16	4,78	1,62	51%
2012	Helår	3,42	2,91	-0,51	-15%
2013	Helår	0,88	0,59	-0,29	-33%
2014	Q1	0,11	0,21	0,10	88%
2014	Q2	0,03	0,39	0,36	1255%
Summa, MEUR		12,0	13,7	1,7	14%
Summa, MSEK		110,7	127,3	16,6	15%

Källa: Cartesia S.A.S, Catella

Prognoser & Värdering

Höjda prognoser

Efter ett första halvår som var starkare än väntat och fortsatt goda utsikter har vi nu justerat upp prognoserna för alla rörelsedrivande enheter åren 2014-15. Resultatet för innevarande år lyfts dock delvis av uppskrivningen inom EETI, vilket vi betraktar som en engångshändelse.

Stigande förvaltningsvolym ger högre och stabilare intäkter

På samma sätt som tidigare delar vi upp verksamhetsgrenen Kapitalförvaltning i Kort- och betaltjänster respektive Fond- och förmögenhetsförvaltning. Fondrörelsen som är koncernens stora utropstecken borde kunna växa vidare med förbättrat resultat, då ökade förvaltningsvolym ger stigande intäkter. Vi räknar med att Förmögenhetsförvaltningen successivt minskar förlusttakten men att break-even sannolikt ligger ett par år framåt i tiden. Kort- och betalningstjänster nådde positivt resultat under Q2 och bör kunna fortsätta förbättras de närmaste åren. Genomlysningen av denna verksamhet är dock så pass låg att vi är försiktiga med att ta ut svängarna innan vi fått tydligare signaler kring utvecklingen.

Kortrörelsen är svårtippad men bör kunna fortsätta förbättras

Vi tror att 2013 var en tillfällig dip för Corporate Finance

För Corporate Finance räknar vi med en successiv förbättring de närmaste åren. Fjölåret ser ut ha varit en tillfällig dip och aktiviteten på marknaden hittills i år indikerar att 2014 blir klart bättre än fjölåret. Nästa år bör satsningarna i framför allt Tyskland börja synas tydligare i siffrorna.

Prognoser per affärsenhet

MSEK	2011	2012	2013	2014P	2015P
Corporate Finance					
Intäkter	493	419	403	470	510
Resultat före skatt	42	37	11	46	52
Marginal d.o.	9%	9%	3%	10%	10%
Fond- & förmögenhetsförvaltning					
Intäkter	368	426	496	645	684
Resultat före skatt	-14	2	55	117	131
Marginal d.o.	-4%	0%	11%	18%	19%
Kort- & betaltjänster					
Intäkter	162	141	139	180	193
Resultat före skatt	5	-13	-39	4	14
Övrigt (overhead)					
EBIT	-38	-38	-38	-38	-40
Finansnetto	-13	8	3	54	-9
Summa Koncernen					
Intäkter	1023	987	1038	1296	1387
EBIT, ex. e.o. poster	-45	1	-38	98	124
Rörelsens finansnetto	42	41	28	31	33
EBIT, inkl d.o.	-3	-12	-10	130	157
Marginal d.o.	neg	-1,2%	-1,0%	10,0%	11,3%
Externt räntenetto	-12	8	3	54	-9
Resultat före skatt	-15	-4	-7	184	148

Källa: Catella, Redeye Research

Värdering

Vi värderar rörelsen i Catella baserat på prognoserna ovan samt de långsiktiga antaganden som anges i tabellen nedan. 2015 är då ett år med klart högre marginaler än vad vi räknar med som ett uthålligt genomsnitt. Marknadsläget är i dagsläget gynnsamt och vi vet att delar av verksamheten är klart konjunkturberoende. Vi tar därför höjd för att den genomsnittliga lönsamheten kommer att bli lägre än vad de kan prestera de närmaste åren.

Till värdet av rörelsen adderar vi kassan och finansiella tillgångar samt drar av den externa låneskulden. Sammantaget värderar vi nu koncernen till cirka 1 129 MSEK, eller 13,8 kronor per aktie. Eftersom värderingen implicerar att optionerna med lösenpris 11 kronor kommer utnyttjas tar vi även det i beaktan. Catella har nära 23 miljoner optioner med lösen 11 kronor utestående. Nettoeffekten av denna utspädning blir att motiverat värde hamnar **strax över 13 kronor per aktie**.

Motiverat värde:
~13 kronor per aktie

I vår senaste analysuppdatering, per 13 maj 2014, var motsvarande värde 11,30 kronor per aktie. Skillnaden förklaras främst av ett högre värde på rörelsen samt en större kassa.

Värdering Catella, MSEK

Antaganden

Årlig tillväxt 2017-21	5,0%
Marginal från 2017	7,0%
WACC	12,1%
Rörelsens DCF-värde	596
Kassa	433
EETI	160
Övriga investeringar/placeringar	140
Extern upplåning	-200
Summa	1129
Per aktie (exkl. utspädning)	13,8
Summa värde (inkl. utspädning)	1381
Per aktie (inkl. utspädning)	13,2

Källa: Redeye Research

Värderingen av rörelsen avser Catellas operativa enheter. Likvida medel som inte ingår i bankrörelsen var 433 MSEK vid utgången av Q2. EETI värderar vi nu till 70% av bokfört värde. Catellas andel i IPM (51%) tar vi upp till ca 50 MSEK, vilket motsvarar värderingen vid den senaste transaktionen. Genomlysningen av IPM blir förhoppningsvis bättre och möjliggör en separat värdering framgent. Bland övriga investeringar finns några mindre värdepappersinnehav där vi antagit att bokfört värde är en god approximation. Den externa upplåningen består av en obligation om nominellt 200 MSEK.

*Catellas ambitionsnivå
ligger klart högre än våra
antaganden*

Betydande potential om Catella når sina lönsamhetsmål

Avgörande för värderingen är givetvis vilken uthållig lönsamhet bolaget kommer att nå. Vi har antagit en långsiktig marginal på 7,0%. Catellas eget marginalmål för respektive verksamhetsgren Corporate Finance och Kapitalförvaltning är 15%. Med avdrag för koncerngemensamma kostnader borde det ge åtminstone 10-12% för koncernen totalt. Alltså en avsevärt högre ambition än vi har räknat med att de når.

*Nuvarande börskurs
inprisar inget större
marginallyft*

I tabellen nedan varierar uthållig lönsamhet samt avkastningskrav i DCF-modellen, där våra antaganden markeras i rutan. Skulle Catella nå en uthållig marginal upp emot 10-12% finns en fortsatt stor uppsida i aktien. Allt annat lika förefaller dagens kursnivåer baseras på att de uthålliga marginalerna inte blir högre än 4-5%. Det är förvisso bättre än den skrala utveckling som Catella har haft under några år, men vi tror ändå att koncernen till stora delar har stöpts om och lämnat dessa problem bakom sig.

Även om skillnaderna är stora vid olika antaganden så mildras effekten betydligt av att rörelsen bara utgör drygt hälften av bolagets totala värde (resterande del är ju finansiella tillgångar). Således finns här ingen finansiell hävstång utan ur värderingssynpunkt istället en kudde.

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
"EBIT"-marginal 2017 =>	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%	11,0%
WACC					
10%	10,4	12,5	14,5	17,6	19,8
12%	9,9	11,6	13,2	15,4	17,6
14%	9,1	10,7	12,2	14,2	16,1

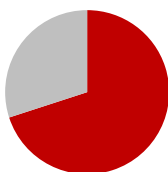
Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

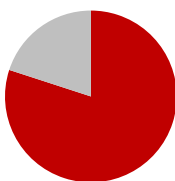
Ratingförändringar i denna rapport: Finansiell styrka har justerats upp från 5,5p till 6,5p.

Ledning 7,0p



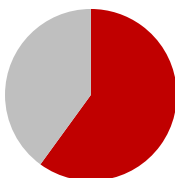
Den nye koncernchefen tillträdde vid årsskiftet 2013/14, vilket gör det svårt att redan utvärdera ledningen. Vi anser att bolaget saknar något av en övergripande vision som tydligt stakar ut vägen och visar ambitionen på lite längre sikt. Kommunikationen är bra för ett bolag i denna storlek och ledningen har visat öppenhet och en ambition att beskriva både framgångar och motgångar.

Ägarskap 8,0p



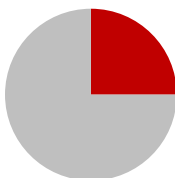
Ägarskapet är väldigt tydligt genom att den klart dominerande ägaren Johan Claesson (via CA Plusinvest) också håller i ordförandeklubban. Catella har full pott i alla avseenden utom ett, då koncernchefens eget aktieinnehav i bolaget inte är tillräckligt stort.

Tillväxtutsikter 6,0p



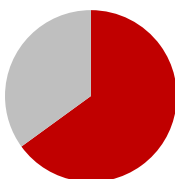
Den underliggande marknaden förväntas att ha en måttlig tillväxttakt. Catellas position är sammantaget god men inte unik. Hävstången främst inom förvaltningen bör innebära att tillväxten kan ske under förbättrad lönsamhet.

Lönsamhet 2,5p



De senaste åren har bolaget visat svag lönsamhet. Kan de bara komma halvvägs mot sin egen finansiella målsättning, 15 procent i rörelsemarginal för respektive affärsenhet, skulle betyget stiga markant. Skulle de infria målet innebär det sannolikt full pott.

Finansiell styrka 6,5p



Skuldsättningsgraden är låg, men det är även räntetäckningsgraden till följd av den svaga lönsamheten. Bolagets relativa storlek samt konjunkturkänsligheten inom Catella Corporate Finance drar också ned betyget.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	987	1 038	1 296	1 387	1 456
Summa rörelsekostnader	-998	-1 030	-1 151	-1 217	-1 308
EBITDA	-11	8	145	170	149
Avskrivningar materiella tillg.	-9	-14	-10	-6	-6
Avskrivningar immateriella tillg.	-13	-6	-5	-5	-5
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-33	-12	130	159	137
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	29	5	54	-9	-3
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	-7	184	150	134

Skatt	-9	-14	-20	-34	-31
Net earnings	-13	-21	164	115	103

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	291	330	423	483	321
Kundfordringar	292	288	363	388	408
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1907	1945	1945	1945	1945
Summa omsättn.	2490	2563	2731	2816	2674

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	17	20	39	42	44
Finansiella anl.tillg.	2	52	52	52	52
Övriga finansiella tillg.	277	235	235	235	235
Goodwill	240	242	242	242	242
Imm. tillg. vid förväv	13	8	3	2	0
Övr. immater. tillg.	58	56	70	75	79
Övr. anlägg. tillg.	313	254	254	254	254
Summa anlägg.	920	867	895	901	905
Uppsk. skatteford.	52	53	53	53	53

Summa tillgångar	3462	3483	3679	3770	3632
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	305	363	395	420	437
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	1996	1962	1962	1962	1962
Summa kort. skuld	2301	2325	2357	2382	2399
Räntebr. skulder	200	200	200	200	0
L. icke ränteb.skulder	5	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	2506	2525	2557	2582	2399
Uppskj. skatteskuld	23	20	20	20	20
Avsättningar	9	6	6	6	6
Eget kapital	903	904	1068	1134	1180
Minoritet	21	28	28	28	28
Minoritet & E. Kap.	924	932	1096	1162	1208

Summa skulder och E. Kap.	3462	3483	3679	3770	3632
----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	987	1 038	1 296	1 387	1 456
Sum rörelsekost.	-998	-1 030	-1 151	-1 217	-1 308
Avskrivningar	-22	-20	-15	-11	-11
EBIT	-33	-12	130	159	137
Skatt på EBIT	8	3	-14	-37	-32
NOPLAT	-25	-9	116	123	106
Avskrivningar	22	20	15	11	11
Bruttokassaflöde	-3	11	131	133	117
Föränd. i rörelsekap	248	-10	-43	0	-3
Investeringar	-174	83	-43	-17	-16

Fritt kassaflöde	71	84	45	116	98
-------------------------	-----------	-----------	-----------	------------	-----------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	27%	27%	30%	31%	33%
Skuldsättningsgrad	22%	22%	19%	18%	0%
Nettoskuld	-91	-130	-223	-283	-321
Sysselsatt kapital	831	750	820	827	834
Kapit. oms. hastighet	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	-7%	5%	25%	7%	5%
VPA-tillväxt (just)	-165%	62%	-880%	-30%	-10%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
Riskpremie	8,6 %
Riskfri ränta	3,5 %
Räntepremie	7,0 %
WACC	12,1 %
Antaganden 2015-2021	
Genomsn. förs. tillv.	5,5 %
EBIT-marginal	7,6 %
NPV FCF (2013-2015)	218
NPV FCF (2016-2022)	229
NPV FCF (2023-)	148
Rörelsefrämjade tillgångar	981
Räntebärande skulder	-200
Motiverat värde MSEK	1381

Motiverat värde per aktie, SEK	13,2
Börskurs, SEK	10,5

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-1%	-2%	17%	10%	9%
ROCE	-3%	-1%	11%	12%	11%
ROIC	-3%	-1%	15%	15%	13%
EBITDA-marginal	-1%	1%	11%	12%	10%
EBIT-marginal	-3%	-1%	10%	11%	9%
Netto-marginal	-1%	-2%	13%	8%	7%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,16	-0,26	2,00	1,41	1,26
VPA just	-0,16	-0,26	1,57	1,10	0,99
Utdelning	0,00	0,00	0,60	0,71	0,63
Nettoskuld	-1,11	-1,59	-2,73	-3,46	-3,93
Antal aktier	81,70	81,70	81,70	81,70	81,70

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	171,2	215,4	277,7	216,9	177,6
P/E	-35,2	-27,0	5,2	7,4	8,3
P/S	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	-15,6	26,9	1,9	1,3	1,2
EV/EBIT	-5,2	-18,0	2,1	1,4	1,3
P/BV	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	14,2 %	Omsättning
3 mån	31,5 %	Rörelseresultat, just
12 mån	104,9 %	V/A, just
Årets Början	50,4 %	EK

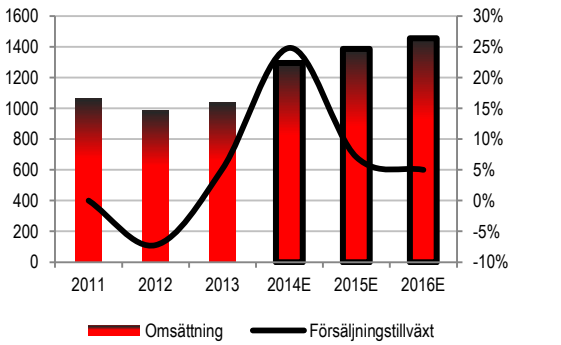
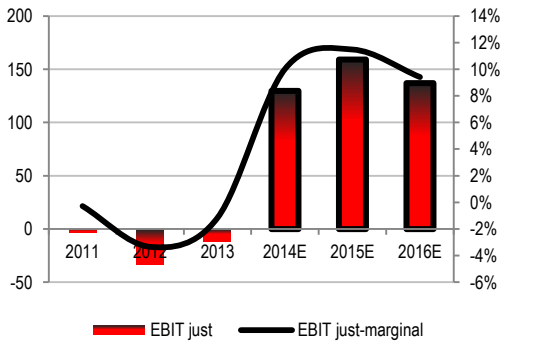
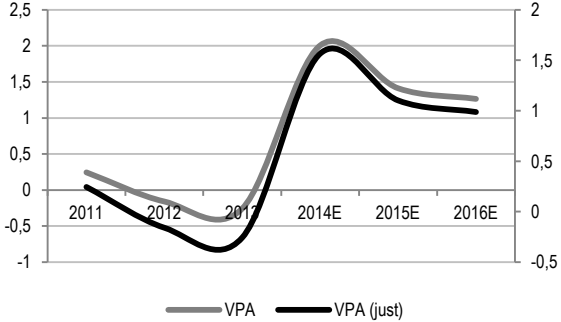
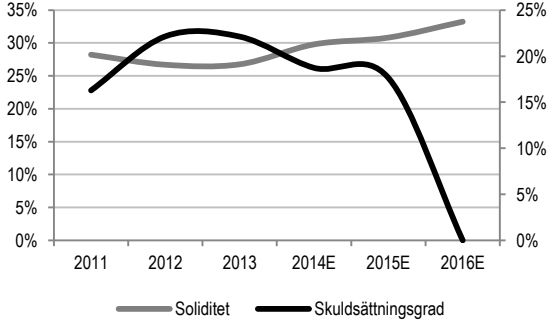
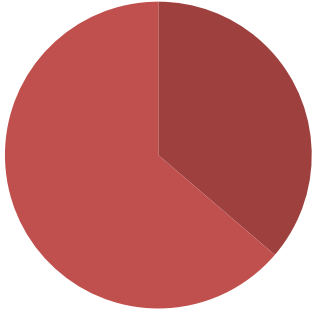
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
CA Plusinvest	47,8 %	48,4 %
Bure Equity	8,9 %	10,0 %
Unionen	2,2 %	2,4 %
Capital Stockholm Partners AB	1,4 %	1,6 %
Eje Wictorson	1,3 %	1,5 %
Humble fonder	1,3 %	1,5 %
Tab Holding AB	1,3 %	1,4 %
Olle Engkvist stiftelse	1,1 %	1,2 %
MP Pension	1,1 %	1,2 %
Marcus Schiller	0,9 %	1,0 %

Aktien	
Reuterskod	Catb.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	10,5
Antal aktier, milj	81,7
Börsvärde, MSEK	853,8

Bolagsledning & styrelse	
VD	Knut Pedersen
CFO	Ando Wikström
IR	Niklas Bommelin
Ordf	Johan Claesson

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 07, 2014
FY 2014 Results	February 19, 2015

Analytiker	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 — VPA — VPA (just)	 — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Produktområden	Geografiska områden
 ■ Corporate Finance ■ Kapitalförvaltning ■ period	
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Alveskog äger aktier i bolaget Catella:Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	Catella har verksamheter inom tre huvudområden: rådgivning kring fastighetsaffärer, fond- och förmögenhetsförvaltning samt kreditkortstjänster. Dotterbolag finns i ett dussintal europeiska länder med tyngdpunkt på Sverige, Frankrike, Finland, Tyskland och Luxemburg.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. 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, utarbete, 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, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

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.