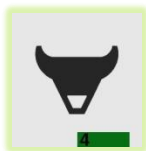
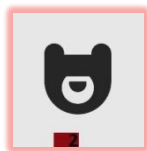


Mindmancer

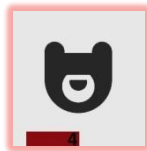
Value Drivers



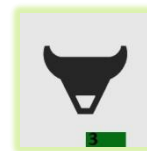
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Mindmancers partners Skan-Kontroll och Svensk Bevakningstjänst har köpts upp av Nokas.** Nordens största koncern i säkerhetsbranschen, omsätter närmare 4,5 mdr NOK (2014E).
- **Indirekt samarbetsavtal med Nokas, kan leda till uppköp.** Nokas vill integrera Skan-Kontrolls tjänster inåt mot koncernens kunder. Indikationer finns att det kommer innebära en betydande omsättningsökning. Vi bedömer även att ett uppköpsbud på Mindmancer i intervallet 5,2 – 6,7 kr/aktie kan vara ett troligt utfall.
- **Nokas vill förbättra sina marginaler vilket Mindmancer kan bidra till.** Bolagets teknik förbättrar bevakningsbolagens rörelsemarginaler från 2-3 % till 10 %.
- **Tekniska lösningar är drivkrafter i den förväntade ökade marknaden anser Nokas** Konkurrenten Securitas ökar sitt tekniska innehåll, Nokas bör också göra det.
- **Missvisande omsättningstillväxt har pressat aktiekursen** Förväntade triggars bedöms justera upp kursen.

Analytiker

Carl Mattiasson

Aktiekurs	5,60
52 v högsta / lägsta	18,2/5,1
Antal aktier	7 764 916
Börsvärde (MSEK)	41,2
Nettoskuld (MSEK)	0,0
EV (MSEK)	41,2
Sektor	Informationsteknik
Lista / Kortnamn	First North/Mind
Nästa rapport, årsrapport	2015-02-17

Utveckling

1 mån	-13,18 %
3 mån	-32,12 %
1 år	-63,16 %
YTD	-2,00 %

Huvudägare

Innehav (%)

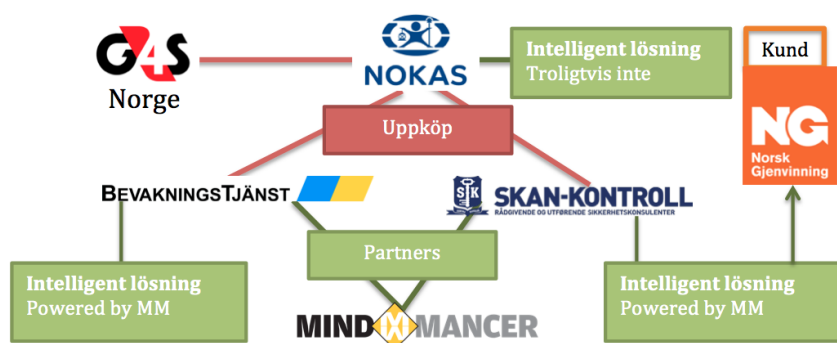
Chalmers Innovation Seed Fund AB	13,09 %
Johnny Berlic	10,15 %
Niklas Larsson	8,40 %
Almi Innovationsbron	5,50 %
Stiftelsen Chalmers Innovation	5,05 %

Ledning

VD Johnny Berlic	10,1
Ordf. Hans Ljungkvist	0,6

Insynshandel

Datum	Namn	Antal	Totalt
2014-12-	Johnny Berlic	2 000	790 008
2014-06-	Johnny Berlic	35 766	788 008
2014-06-	Victor Hagelbäck	18 766	23 846
2014-06-	Richard Radomski	35 766	53 546
2014-05-	Johnny Berlic	1 000	752 242



Value Drivers

Ökad omsättning, förbättrade marginaler samt kassaflöde

Uppköpsbud

Större leverans till skolor.
Effekt av partnersatsningar.

Ökad internationell försäljning

Samarbetspartner på nya marknader

Investment Thesis

Indirekt samarbetsavtal med Nokas, kan leda till uppköp. Nokas vill integrera Skan-Kontrolls (SK) tjänster inåt mot koncernens kunder. Följande faktorer tyder på att det inkluderar produkten VideoVakt som baseras på Mindmancers (MM) patenterade algoritm. Det finns ingen produkt som heter intelligent kameraövervakning på Nokas hemsida. SK har att marknadsfört VideoVakt efter att de blev uppköpta. Nokas ägde 32 % av SK när SK tog fram VideoVakt, om Nokas hade haft en egen intelligent lösning borde SK använt den istället. I ett yttrande anser SK att MM:s lösning är det intelligentaste de någonsin har sett vilket stöds av Svensk Bevakningstjänst (SBT) som anser att den är bästa på marknaden.

Förvärv av Mindmancer är i linje med Nokas strategi. De senaste årens löneavtal har pressat Nokas marginaler betydligt på de personalintensiva kontrakten. Nokas löneförhandling med facket (2014) indikerar på marginalerna kommer att pressas ytterligare. Bolaget vill fortsätta att ha en aggressiv förvärvsstrategi men även ökat fokus på marginalerna. Vidare anser MM att teknisk åtgärd- och larmlösningar är viktiga drivkrafter i den förväntade ökade marknaden. Konkurrenten Securitas strategi är att genom ökat teknologiskt innehåll kunna ta marknadsandelar genom att vara mer kostnadseffektiva. MM:s teknik förbättrar bevakningsbolagens rörelsemarginaler från 2-3% till 10 %. Genom att förvärva MM kommer Nokas förbättra sina marginaler samt möta konkurrensen om den förväntade ökade marknaden.

Stora insiderköp innan förvärvet av SK offentliggjordes. Ledningen köpte aktier för cirka 900 000 SEK tre veckor innan Nokas uppköp av SK offentliggjordes. Vi finner det troligt att dem visste om stundande uppköp och ansåg att det påverkar bolagets affärsverksamhet positivt. Vilket stödjer tidigare visade indikationer på att Nokas *inte* har intelligent kameraövervakning i dagsläget. Likväl köpte VD:n en mindre mängd aktier efter Nokas uppköp av SBT vilket är i linje med ovan.

Bolagsbeskrivning

Mindmancer erbjuder kostnadseffektivt skydd mot skador och intrång genom intelligent kamerabevakning, kopplat till certifierade larmcentraler som skickar rätt resurser till rätt plats vid rätt tid. Lösningen kan skilja på om det är en människa som befinner sig på en olämplig plats eller om larmet utlösts av ett djur. Kunden får aktiv bevakning

Missvisande omsättningstillväxt har pressat aktiekursen 2014. Nytt affärskoncept tillsammans med en planerad omstrukturering av försäljningsorganisationen har minskat omsättningstillväxten, vilket var förväntat och förutsagt av VD:n. Vi anser att kursens nedgång är en överreaktion från marknaden. Bolaget bedömer att en större leverans kommer genomföras och resultat av partnersatsningarna synas i slutet av 2014. Vidare kommer omsättningen, marginaler och kassaflöde att förbättras kommande kvartalen enligt bolaget vilket bör justera upp aktiekursen uppemot 9 kronor. Då de större insiderköpen var på ca 9 kr/aktie.

Nokas kan isolera Mindmancer, innebär försämrad helhetslösning och minskad omsättning. Avbryter SK och SBT samarbetena med MM kommer omsättningen minska och resurser kommer behövas läggas på att hitta nya partners för att lyckas bibehålla befintliga kunder. Stor andel av de nya kunderna har tillsvidarekontrakt med kort uppsägningstid vilket ökar risken. Orsaken till avbrutna samarbeten kan vara att Nokas har en egen intelligent övervakningslösning. Alternativt att man vill försämrade MM:s verksamhet för att billigare kunna köpa upp bolaget. Den potentiella nedsida som scenariot innebär bedömer vi dock mildras något av att bolaget har samarbete med 113Responda och Turvatiimi på den finska marknaden samt bolagets nya försäljningsorganisation.

Utmärkt due dilligence, underlättar uppköp och integrering av MM i Nokas. Genom SK och SBT kan Nokas få god insikt i MM:s lösning vilket förenklar en uppköpsprocess. MM har 2 % kundavgångar per år vilket kan jämföras med Securitas 8 %. Vilket är i linje med SBT och SK uppfattning av lösningen som bäst på marknaden. Genom nuvarande samarbete med SBT och SK är bolaget delvis inkorporerat i Nokas helägda dotterbolagen vilket underlättar en full integrering. SK kommer att ha samma management som tidigare och SBT:s VD kommer att ansvara för Nokas satsning på bevakningstjänster i Sverige vilket vi bedömer är positivt då de har kunskap och erfarenhet av Mindmancers lösning.

dygnet runt till en lägre kostnad än traditionella lösningar och kan undvika onödiga väktarutryckningar. Företaget har en mjukvara som bygger på egenutvecklade videoanalysalgoritmer och självlärande system med artificiell intelligens. Har verksamhet i Sverige, Finland, Norge, Danmark och Polen samt levererar till övriga Europa och USA.

Värdering

Det sker många konsolideringar inom säkerhetsbranschen däremot är köpesumman ofta okänd, Nokas köp av SK och SBT är två exempel. För att estimerar ett eventuellt uppköpsbud på MM utgår vi från hur EV förhåller sig till omsättningen då bolaget inte går med vinst. Då MM inte har några självklara konkurrenter med fokus på intelligent kameraövervakning försvårar det värderingen betydligt. Likväl bolagets nya affärskoncept som innebär att omsättningen är missvisande vilket ger icke-rättvisande multiplar. Därav kommer vi, mycket förenklat på grund av information- och platsbrist, identifiera ett intervall vilket vi finner rimligt att ett bud bör hamna inom. Därefter poängterar vi ytterligare faktorer som bör påverka vårt estimerade intervall positivt.

Sector Alarm köpte Trygga Hem (TH) med ett EV/S på 3,11. TH hade samma affärskoncept, abonnemangsportfölj, såsom MM:s nuvarande. Med en kundportfölj där varje kund beräknades stanna i 14 år varav tiden efter 4 år innebär rent vinst. Vilket kan jämföras med MM:s kundportfölj med en beräknad medellivstid på 14 år varav de sista 10 åren är ren vinst. Vidare var TH omsättningstillväxt de fyra föregående åren innan uppköpet 27 % vilket är i linje med MM omsättningstillväxt om 28 % 2010-2014E. Det skall poängteras att TH gick med vinst vilket inte MM gör. Utifrån EV/S multiplern på 3,1 ger det en estimerad budsumma på 5,2 kr/aktie.

Marknadens värdering på tillväxtbolag

Genom att se hur marknaden värderar listade tillväxtbolag såsom MM samt har ett negativt resultat kan vi få ett genomsnittligt EV/S som vi kan applicera på MM vilket ger ett ytterligare estimat. Då jämförelsebolagen inte har en abonnemangsportfölj utan hela intäkterna resultatförs omgående är det rimligt att utgå ifrån MMs omsättning för 2013, 16,8 MSEK. Det vill säga innan det nya affärskonceptet implementerades samt omstrukturering av försäljningsorganisationen vilket påverkade omsättningen negativt. Jämförelsebolagens genomsnittliga EV/S på 4,0 ger en budsumma om 6,7 kr, uppsida på 20 %.

Nokas vill förbättra sin marknadsposition i

Finland. Genom avtal med 113Responda och Turvatiimi, Finlands största lokala säkerhetsföretag, kommer MM positionera sig väl på den finländska marknaden. Vi anser att det påverkar positivt då Nokas, vid ett uppköp, får kontroll över produkter som är viktiga för en konkurrent till dem.

Patent. Bolaget har en patenterad algoritm dock oklart för vilka marknader. Vi vet även att de söker/fått patent i Sverige, USA och ett Europapatent. Samtliga är relativt nya och gäller 17-20 år framåt. Vi har sett indikationer på patents värden för andra bolag inom branschen och ser det som troligt att de kan bli förvärvade enbart för patenten de håller.

Växande marknad för intelligent kameraövervakning.

Mindmancer beräknar att den svenska marknaden kommer öka till 500 MSEK (2015) vilket är jämförbart med 100 MSEK (2013). Samma trend kan ses internationellt. Ju fler kameror som sätts upp, högre kvantitet bevakningsobjekt och larm, desto mer differentierar sig MM mot konkurrerande lösningar som ger mer falsklarm. Kostnadsbesparingen består av färre väktaruttryckningar samt mindre personal som behövs på larmcentralerna. Då Nokas tycks vilja kontrollera hela larmkedjan så finns betydande besparingar genom att minimera antalen fellarm.

Horisontell integration och icke-märkesbunden

Då Nokas vill ta vara på den växande marknaden behöver intelligent kameraövervakning vara en del i deras produktpaket i likhet med vad deras konkurrenter har. Genom uppköp av MM har den en lösning som kan appliceras horisontellt över nuvarande och framtida marknaderna vilket ger förutsättningar att sedermera växa organiskt. Vidare är MM lösning märkesoberoende och fungerar på allt.

Bear scenario. Vi tror inte att Nokas kommer att föredra att SK och SBT skall avsluta sina samarbeten med MM. Då det innebär att man tar bort en kostnadseffektiv produkt hos kunderna vilket innebär att man kommer att förlora befintliga kunder till konkurrenter i en stark konkurrensutsatt bransch. Vi bedömer att bolaget indirekt har avtal med Nokas och att ett framtida bud på MM är rimligt vilket inte är inprisat i dagens kurs.

Företag	Motion Display	NFO Drives	Clavister	Greater Than	Axis	Genomsnitt
EV/S	5,2	3,2	4,1	4,4	2,9	4,0

Disclosure:

Carl Mattiasson – äger inte aktier i Mindmancer AB.

Intervju

Utdrag ur intervju med Johnny Berlic, VD

Utfördes per telefon den 5 januari 2015

Ni har sedan 2013 ett samarbete med Skan - Kontroll (SK) där ni är exklusiv partner till deras produkt "VideoVakt/Intelligent Kameraövervakning". Då SK numera är ett helägt dotterbolag till Nokas hur påverkar det er relation med SK?

Enligt Skan-Kontroll bara positivt vilket är det uttalade målet från SK. Skan-Kontroll skall vara Nokas Norge hela teknisk lösning, de kommer vara ett centralt företag i Nokas Norge.

Kan det bli aktuellt att hitta andra partners i Norge?(Skan-Kontroll är exklusiv partner i Norge)

Nej inte i Norge, vi fokuserar på andra marknader i dagsläget.

Nokas har nyligen har köpt upp Svensk Bevakningstjänst (SBT). Hur kommer detta påverka er relation med SBT?

Vi är försiktigt positiva till Nokas uppköp av SBT, Mindmancer var SBTs premium alternativ. Vi vet dock att de undersöker andra lösningar också i dagsläget.

Kan det bli aktuellt att hitta andra partners i Sverige för att fylla ett eventuellt tomrum som kan uppstå om SBT samarbetet avbryts?

Vi är alltid intresserade av nya partners då det inte finns något exklusivt avtal med SBT, till skillnad från SK.

Har ni någon relation med Nokas i dagsläget?

Vi har haft kommunikation med Nokas via dotterbolagen Svensk Bevakningstjänst och Skan-Kontroll men ingen direktkontakt. Anders Lönnebo (VD, SBT) kommer ansvara för Nokas satsning på bevakningstjänster i Sverige och vi har en god relation med honom sedan tidigare.

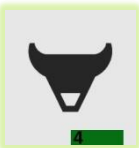
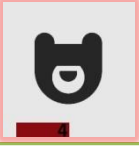
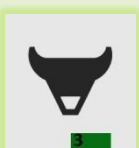
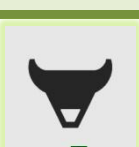
Hur beroende är ni av företag såsom SK/SBT. Finns risken att ni har en produkt men inga samarbetspartners då konsolideringstrenden tycks fortsätta?

Det skulle vara en intressant situation men jag ser ingen större risk med det. Mycket av vår försäljning i Sverige sker via vår försäljningsorganisation och inte via partners. Larmcentralerna får betalt för varje inkommande larm, för deras del spelar det ingen roll vilken företagsprodukt som larmet kommer ifrån.

Jag uppfattar Agent Vi som en konkurrent till er, är det korrekt? (Agent Vi har levererat en intelligent kameralösning till Trafikverket).

Agent Vi har intelligent kameraövervakning genom ett samarbete med Axis sedan 4-5 år tillbaka. Dock har de sämre kvalitet än vi, exempelvis fungerar inte deras kameror på avstånd längre än 30 meter. Agent Vi levererade sin lösning tillsammans med Milestone Systems till Trafikverket. Däremot hade Trafikverket på förhand bestämt sig för vilken lösning dem ville köpa och var inte intresserade av att jämföra med vår lösning. De ville inte heller upphandla kontraktet.

Bull or Bear

	Value Drivers	Nokas behov av MM:s lösningar tillsammans med avtalen på den finska marknaden bör driva omsättningen framgent. Omstruktureringen av försäljningsorganisationen är klar vilket förväntas förbättra marginalerna och försäljningen. Vidare väntar vi oss att fler avtal sluts med internationella partners.
	Quality of Earnings	Bolaget gick med vinst innan de implementerade sin nya affärsmodell. Dock kommer det dröja innan företaget återigen går med vinst då fokus är på tillväxt. Vi bedömer det dock som positivt då marknaden är starkt växande.
	Risk Profile	Risken är hög då konkurrensen inom branschen är mycket hård. Stor andel av de nya kunderna har kort uppsägningstid vilket ökar risken ytterligare. Nokas uppköp av SK och SBT kan även ge en negativ effekt på MM. Dock minskar nedsidan något i och med avtalen i Finland.
	Quality of Management & Ownership	Vi anser att det finns god kompetens i ledningen. Bolaget kommer expandera via internationella partners varpå partners kommer ha god kompetens inom på sina respektive marknader. Det bör dock påpekas att marknaden som MM agerar inom är tämligen ny vilket innebär att nuvarande och framtida konkurrenter troligtvis kommer ha mindre kompetens och erfarenhet än Mindmancers.
	Overall View	Vi anser att värderingen av bolaget är relativt låg och förväntar oss en uppjustering av kursen utifrån de indikationer vi har identifierat. Dock finns det en nedsida om SK och SBT bryter samarbetsavtalen med bolaget.

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från 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.

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 övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Det indikerar en tro på förbättring.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Det indikerar en tro på försämring.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.