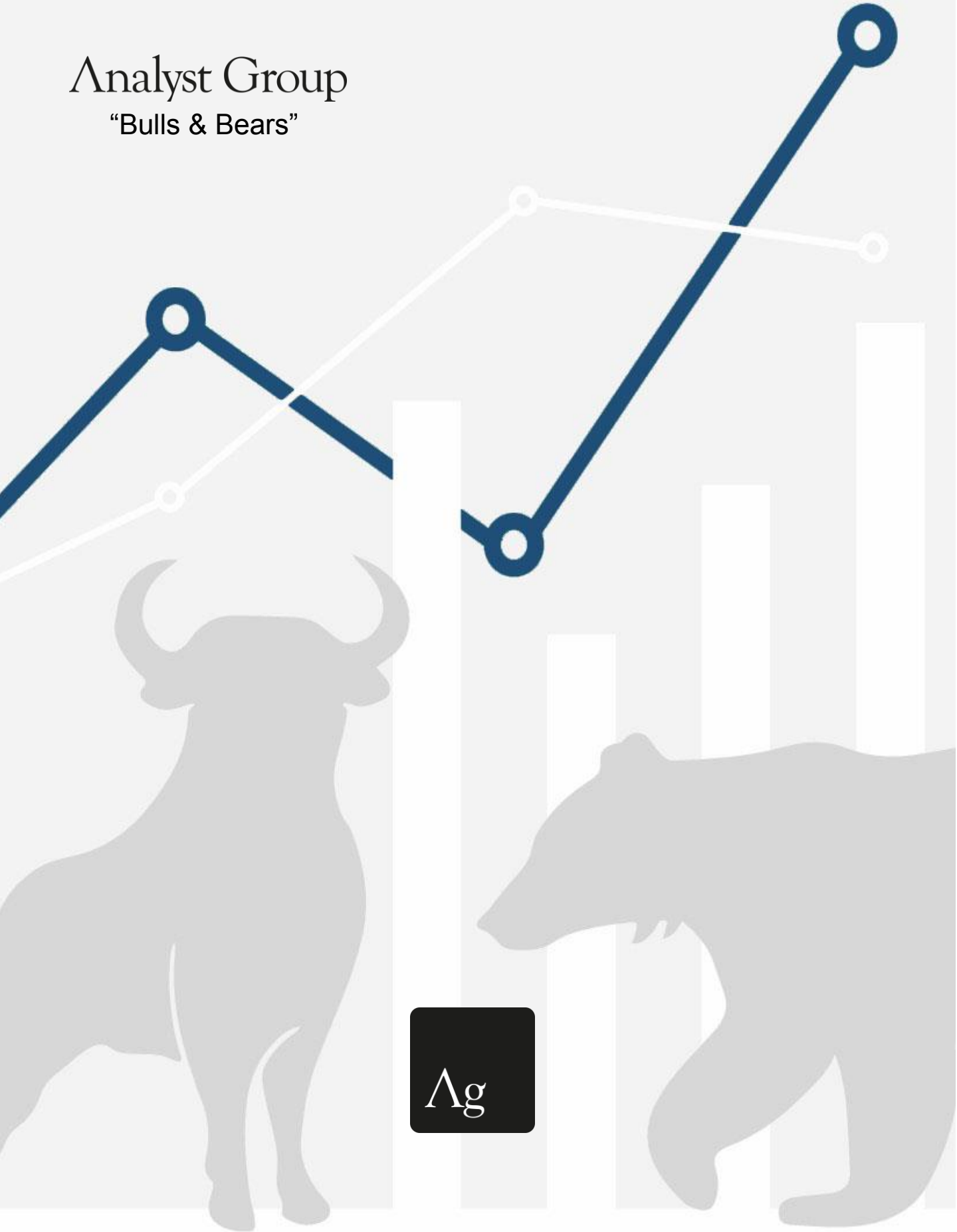


# Analyst Group

“Bulls & Bears”







# Om Bulls & Bears

AG Bulls & Bears är ett helt nytt koncept från Analyst Group. I AG Bulls & Bears ger vi våra läsare möjligheten att ta till sig våra analytikers mest framstående investeringsidéer inom småbolags-världen. Investeringsidéerna består av en sidas grundläggande analys, där våra analytiker redogör de främsta anledningarna till varför bolaget är ett intressant investeringscase, och en kortare reflektion över bolagets värdering.

I slutet av utskicket väljer vi på Analyst Group ut de mest intressanta "Bull picks" med en kortare motivering till våra val. Inom kort kommer vi även att introducera AG "Bear picks".

## Innehåll

Ad City Media	Sid 3
Stille	Sid 4
MSC Group	Sid 5
Novus Group International	Sid 6
AG "Bull picks"	Sid 7
Disclaimer	Sid 8

Rating	Företag	Sammanfattning
 3	Ad City Media	Härrörande från en god marknadstillväxt, bra orderbok och väl implementerade förvärv estimeras en omsättningstillväxt om 87,3 % för 2016E. Vidare estimeras en EBTIDA-tillväxt om 124,7 % till följd av skalbarheter i verksamheten. På 2016E värderas ACM till ett EV/EBITDA om 7,89, vilket ger en uppsida om 51,07 % från dagens nivåer.
 2	Stille	Avslutade kostnadsbesparingsprogram har lett till en vinstökning om 58 % efter H1 2016. I och med förvärv, god marknadstillväxt och fokus på marknadspenetration i USA estimeras omsättningstillväxt om 8,4 %. Stille värderas 2016E till EV/EBIT 10,7 vilket motsvarar en ökning om 22 % från dagens nivåer. Lyckas Stille stabilisera marginalerna och omsättningstillväxten är en uppsida om 85 % motiverad.
 3	MSC Group	IT-konsultföretaget MSC Group handlas till EV/EBIT om 4,2 och ett EV/S på 0,23 på 2017 års prognos. I jämförelse med peers ger det en indikerad uppsida på 70-127 %. En konsekvens av ny ledning med fokus på förvärvsdriven tillväxt och förbättrad lönsamhet prognostiseras MSC vända en historiskt negativ spiral med låg omsättning och negativa resultat.
 2	Novus Group International	Novus går starkare än någonsin ut ur en strukturell lågkonjunktur. Prisbelönte VD:n Torbjörn Sjöström har styrt bolaget mot större marknadsandelar och stabilare omsättningsnivåer. Novus står inför ett kommande valår, vid ett upprepat scenario kan kursen stiga med 300 %.

## Ratingsystem

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång



# Ad City Media

## AG-view

Härrörande från en god marknadstillväxt, bra orderbok och väl implementerade förvärv estimeras en omsättningstillväxt om 87,3 % för 2016E. Vidare estimeras en EBTIDA-tillväxt om 124,7 % till följd av skalbarheter i verksamheten. På 2016E värderas ACM till ett EV/EBITDA om 7,89, vilket ger en uppsida om 51,07 % från dagens nivåer.



3

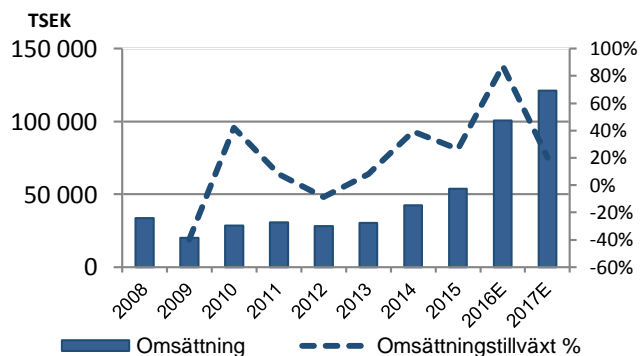
**Omsättningstillväxt om 79 %.** Under H1 2016 uppgick nettoomsättningen till 46 565 tSEK jämfört med 26 103 tSEK under samma period föregående år. Tillväxten har drivits av väl implementerade förvärv i kombination med att bolaget tar marknadsandelar på en marknad som växer. Under Q1 erhöll ACM sin i särklass största order historiskt. Goda tillväxtutsikter för utomhusreklam, och framförallt digital utomhusreklam, vilka förväntas växa med en CAGR om ca 13 % fram till 2019, samt att bolaget har en utpräglad strategi av att förvärva talar för fortsatt tillväxt även framgent. Vidare kan bolagets starka position på den svenska marknaden möjliggöra en internationell expansion till närliggande marknader i framtiden, vilket kan driva på tillväxten ytterligare.

**Skalbar verksamhet.** Under samma period som omsättning ökade med 79 % ökade EBITDA med 138 %. Ovanstående indikerar att bolagets verksamhet är skalbar, vilket även illustreras av att EBIT/anställd har ökat från 286 tSEK till 480 tSEK trots att antalet anställda har gått från 9 till 15 under samma period. Med ledande position på marknaden för digitala skärmar i svenska storstäder och höga inträdesbarriärer i form av upphandlingar som resulterat i reklamplatser, kommer fler kunder generera högre marginaler då de rörliga kostnaderna vid ytterligare försäljning är låga. Verksamheten är dock konjunkturkänslig i den mån att företag ofta drar ner på marknadsföringskostnader i dåliga tider. Detta leder till att en eventuell lågkonjunktur kan sänka omsättnings-tillväxten markant.

**Kompetent ledning med högt insiderägande.** VD Anders Axelsson har drivit och utvecklat bolaget sedan 2000. Axelsson äger 48,38 % av aktierna och är därmed bolagets största ägare. I samband med noteringen 2015 implementerade ledningen en ny strategi gällande både förvärv och bolagets produkterbjudande. En strategi som direkt har gett resultat vilket syns i den höga omsättnings- och EBITDA-tillväxten som har uppvisats sedan 2015.

**EV/EBITDA på 7,89 och 5,89 för 2016E respektive 2017E.** För 2016 estimeras omsättningstillväxt om 87,3 % och EBITDA-tillväxt om 125 %. Den stora ordern som ACM erhöll Q1 om 31 MSEK, där 65 % av intäkterna förväntas inkomma under 2016 driver på tillväxten även för H2 2016. Vidare drivs den höga estimerade tillväxttakten av flertal andra faktorer såsom förvärvet av All in Media, god underliggande marknadstillväxt för digital utomhusreklam och att fler ordrar samt avtal förväntas erhållas under H2 2016. Den höga EBITDA-tillväxten härrörs ifrån tidigare påvisade skalbarheter i verksamheten med låga rörliga kostnader vid försäljning av reklamplatser, vilka estimeras fortgå under 2016.

Med ett EV/EBITDA på 7,89 för 2016E anses värderingen attraktiv givet bolagets höga tillväxt och marginaler. I dagsläget handlas ACM till ett EV/EBITDA på 11,92 Q2 2016, vilket ger en uppsida på 51,07 %.



Nyckeltal	2016E	2017E
Omsättning MSEK	100,6	120,7
Omsättningstillväxt %	87,3 %	20 %
EV/EBITDA	7,89	5,89

# Stille AB

## AG-view

Avslutade kostnadsbesparingsprogram har lett till en vinstökning om 58 % efter H1 2016. I och med förvärv, god marknadstillväxt och fokus på marknadspenetration i USA estimeras omsättningstillväxt om 8,4 %. Stille värderas 2016E till EV/EBIT 10,7 vilket motsvarar en ökning om 22 % från dagens nivåer. Lyckas Stille stabilisera marginalerna och omsättningstillväxten är en uppsida om 85 % motiverad.



2

**Lyckade effektiviseringar och kostnadsbesparingar har lett till en vinststillväxttakt om 26 %.** VD David Jern genomförde under 2014 och 2015 omlokalisering av kontor, centralisering av administrations och stora förändringar i tillverkningsprocessen för att sänka verksamhetsskostnaderna. Detta har resulterat i en tillväxttakt av vinst per aktie på rullande 12 månader på ca 26 %. Jämfört med samma period föregående år var ökningen 58 %. Den ökade vinsten har lett till en stor kassa, som vid utgången av H1 2016 utgjorde 10,5 % av börsvärdet. Vid stark kassa och starkt resultat har Stille tidigare delat ut drygt 30 % av vinsten, vilket öppnar upp för fortsatta utdelningar kommande år.

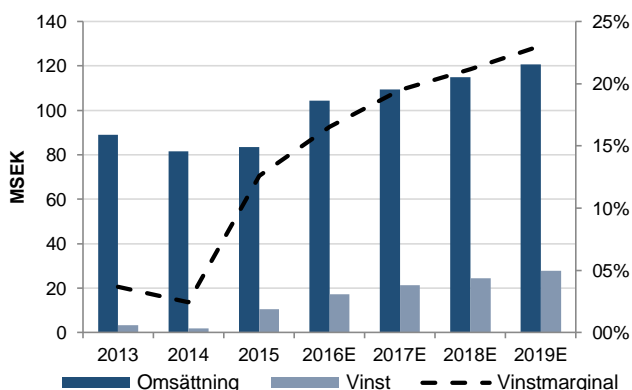
**Stora satsningar på marknadspenetration och expansion i USA.** Den 3:e oktober inleddes förhandlingar om förvärv av Arcoma North America, en konkurrent inom produktområdet imagiQ2, de avancerade operationsbord Stille säljer. Förvärvet skulle bidra med ökad exponering mot den amerikanska marknaden och Arcoma NA omsatte 2015 10 MSEK. Det preliminära priset är 8,5 MSEK och skulle inte anstränga kassan som i juni 2016 var ca 19,5 MSEK. Förvärvet sker till P/S 0,85, varvid Stille handlas till P/S 2,1 vilket kan motivera en viss multiplexpansion.

Utöver förvärvet har Stille under 2015 omorganiserat distributörsorganisationen i USA och ökat antalet försäljare på plats för att öka marknadsbearbetningen. 2015 stod Nordamerika för 39 % av omsättningen. Marknaden för Medical Devices beräknas växa med 6 % och skulle Stille klara av att ta marknadsandelar finns då utrymme för kraftig omsättningstillväxt.

**Etablerat varumärke, 68 % insiderägande och erfaren ledning.** Stille är ett välrenommerat varumärke och har funnits sedan 1841. Tidigare operationella problem med spretig affärsmodell och decentraliserad organisation har nu åtgärdats och den interna risken har minskat. VD David Jern har en mångårig erfarenhet från branschen och har haft ledningspositioner på bland annat MedCap och Karolinska Institutet. Storägaren Bengt Julander äger 65,32 % via Linc Invest och är även drivande i bland annat MedCap och Arcoma. Totalt äger styrelse och management 68 % av Stille, vilket ger incitament till fortsatt värdeskapande och fortsatta utdelningar.

**Handlas till EV/EBIT 10,7 för 2016E, motiverar 22 % uppsida.** Trots stark utveckling i år värderas aktien fortfarande relativt lågt. Vid lyckat förvärv, neutral organisk tillväxt och bibehållen vinstmarginal handlas aktien till EV/EBIT 10,7. Sett till dagens värdering ger detta en uppsida på 22 % från nuvarande nivåer. I ett mer positivt scenario, där de även vinner marknadsandelar i USA, är uppsidan 37 %. Skulle de misslyckas med förvärvet och inte uppnå önskad tillväxt är nedsidan 15 %, vilket ger en relativt attraktiv risk-reward.

Stille handlas dessutom till ett PEG-tal på 0,54. Fortsätter Stille att visa på goda resultat och god tillväxttakt kan ett PEG om 1 anses rimligt. Det skulle motivera en uppsida om dryga 85 %.



	2016E	Bear	Base	Bull
Genomfört förvärv		Nej	Ja	Ja
Tillväxt		-4,2 %	4,2 %	8,4 %
Omsättning (MSEK)		83,4	100,7	104,3
EV / EBIT		12,6	10,7	9,5
EV / Earnings		12,3	10,5	9,4
Vinst (MSEK)		13,2	15,5	17,2

# MSC Group

## AG-view

IT-konsultföretaget MSC Group handlas på ett EV/EBIT om 4,2 och ett EV/S om 0,23 på 2017 års prognos. I jämförelse med peers ger det en indikerad uppsida på 70-127 %. En konsekvens av ny ledning, med fokus på förvärvsdriven tillväxt och förbättrad lönsamhet, prognostiseras MSC vända en historiskt negativ spiral med låg omsättning och negativa resultat. En nyligen genomförd emission ger bolaget en välfylld kassa som ska användas till att finansiera förvärv under H2 2016.



3

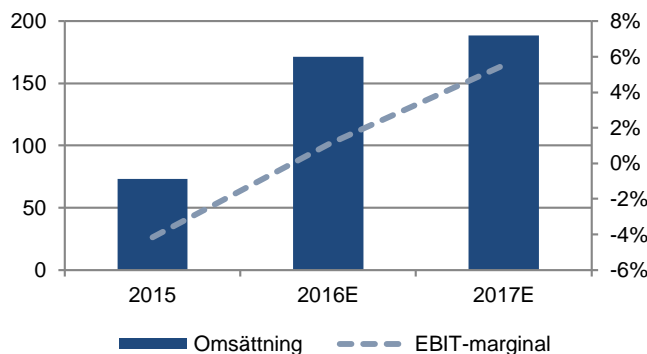
**Ny erfaren VD med bra track record.** Under Q3 2015 tillträdde ny VD, Lars Save och ny styrelse tillsattes. Med den nya ledningen har bolaget vänt den tidigare negativa spiralen bestående i låg tillväxt och negativa resultat. MSC Group har gjort detta med en ny strategi, inriktad på förvärvsdriven tillväxt och lönsamhet. Sedan den nya ledningen tillträdde har MSC växt med 268 % och markant förbättrat lönsamheten. Tillväxten har främst skett genom två förvärv under Q4 2015. Lars Save grundade affärsinformationsbolaget Bisnode och har utvecklat IT-bolaget Addnode. Dessa bolag är idag miljardkoncerner.

**Potentiell trigger i form av 1-2 förvärv under H2 2016.** Ledningen har en uttalad strategi om att göra en 1-2 förvärv under andra halvåret 2016. I den senaste kvartalsrapporten kommenterar Lars Save att det finns många tänkbara kandidater för förvärv. Förvärven Racasse AB och Frontwalker AB som gjordes under Q4 2015 har bidragit till en förbättrad tillväxt och lönsamhet. MSC har nyligen gjort en emission på 22 MSEK med syfte att betala skulder och finansiera kommande förvärv under 2016.

**Direktavkastning om 23 % i ett bull-scenario.** MSC Group har en utdelningspolicy om att dela ut 30 % av resultatet (efter skatt). I ett bullscenario estimeras vinsten bli 8 MSEK på 2017 års prognos. Förutsatt att bolagets utdelningspolicy implementeras ger det en potentiell direktavkastning om 23 %.

**Kraftigt förbättrad lönsamhet fram till 2017E.** Som konsekvens av förvärven under Q4 2015 och kostnadsbesparingar estimeras MSC förbättra sina marginaler fram till 2017. De genomförda förvärven bidrar till ökad omsättning och förbättrad lönsamhet. Första halvan av 2016 har belastats med engångsstörande kostnadsposter om 2,7 MSEK som följd av bl.a. integrationskostnader från förvärven, vilket bidrar till en förbättrad lönsamhet inför kommande rapporter. Utöver de engångsstörande kostnaderna jobbar ledningen med att strukturellt få lägre kostnader. Detta ska uppnås genom en allmänt god kostnadskontroll och minska overheadkostnaderna. I ett bullscenario förväntas bolaget ha en omsättningstillväxt om 2 % per kvartal fram till 2017. Sammanfattningsvis antas bolagets tillväxt, genomförda förvärv och lägre kostnader resultera i en EBIT-marginal om 1,1 % på 2016E och 5,5 % på 2017E. Estimaterna har inte tagit hänsyn till eventuella förvärv

**Multipelvärdering ger indikerad uppsida på 70-130 %.** Två lämpliga peers till MSC Group är Avega Group och Generic Sweden. Bolagens verksamhet är inom ramarna för IT-konsulttjänster och riktar sig mot samma typer av kunder som MSC Group. Peers har i dagsläget bättre lönsamhet än MSC Group. Enligt prognosen för 2017E förväntas bolaget uppvisa positiva marginaler, i likhet med peers. Därav är det intressant att jämföra multiplar för peers mot MSC på 2017E. På 2017 års prognos handlas MSC till ett EV/EBIT om 4,2 och EV/S om 0,23. I jämförelse med peers ger detta en indikerad uppsida på 70 % sett till EV/EBIT och 130 % sett till EV/S.



R12	EBIT-%	EV/EBIT	EV/S
<b>Generic</b>	6,5%	7,7	0,51
<b>Avega</b>	8,2%	6,5	0,54
<b>Medel</b>	7,4%	7,1	0,53
<b>MSC</b>	-4,8%	-6,8	0,33
<b>MSC 2017E</b>	5,5%	4,2	0,23

# Novus Group International

## AG-view

Novus går starkare än någonsin ut ur en strukturell lågkonjunktur. Prisbelönt VD:n Torbjörn Sjöström har styrt bolaget mot större marknadsandelar och stabilare omsättningsnivåer. Novus står inför kommande svenskt valår, vid upprepat scenario kan kursen stiga kraftigt.



2

**Tiden talar för kraftig uppsida.** Novus befinner sig i en konjunkturberoende bransch. Högkonjunktur är svenskt valår. Värde drivaren under valår är opinionsundersökningar för politiska organisationer och fackförbund. Detta står för 33 % av omsättningen i lågkonjunktur och uppgår till 40 % under valår. Således förväntas Novus stå inför en omsättningsökning 2017/2018. Tidigare val, har fått aktiekursen att stiga med 300 % från dagens tidsintervall. Bolaget har alla förutsättningar att upprepa detta.

**Novus lämnar lågkonjunkturen i branschen starkare än någonsin.** Personalstyrkan har utökats till 26 (22). Däribland en värvning av Scandinavian Researchs VD Anna-Carin Enwall, tidigare verksam i Bonnier, en anställning som stärker Novus position bland mediehusen. Fortsatta anställningar är en tydlig indikation på att VD Torbjörn Sjöström ser ökad efterfrågan kommande kvartal

Den operativa verksamhetens största intäktskälla är marknadsundersökningar åt företag, en marknad värderad till 2 mdSEK. Detta står för 64 % av omsättningen. Novus driver sedan 2012 en mer kvalitetsorienterad linje. Bolaget skall vara ett kunskapsföretag som levererar undersökningar med värdefull information för företagen att kapitalisera på. VD har identifierat bolagets största intäktskälla och stabiliserat omsättningen. Novus presterar resultatmässigt 2016 i nivå med valåret 2014.

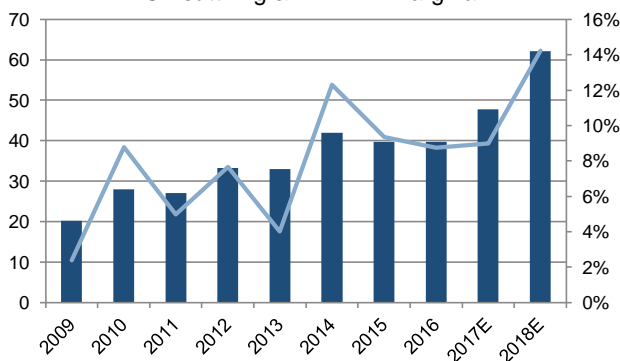
**VD Torbjörn Sjöström är utnämnd till Europas bästa VD 2016,** av tidningen European CEO. Ett pris som tidigare mottagits av Amazon, JP Morgan och F-Secures VD. Torbjörn Sjöström äger 2,5 % av aktierna i Novus.

**Tagit stora marknadsandelar.** Novus är det 15:e största marknadsundersökningsbolaget sett till omsättning i Sverige. Under 2016 har bolaget publicerat näst flest undersökningar på marknaden 22 %. Den organisation som som publicerar flest (SCB) är även den organisationen som är störst inom sektorn. Korrelationen tenderar att vara enhetlig, Novus är dock ett undantag. Bolaget har tagit starka marknadsandelar och passerat konkurrenter som SIFO och Demoskop. Novus har näst störst exponering ut mot marknaden, en hävstång för ökad omsättning.

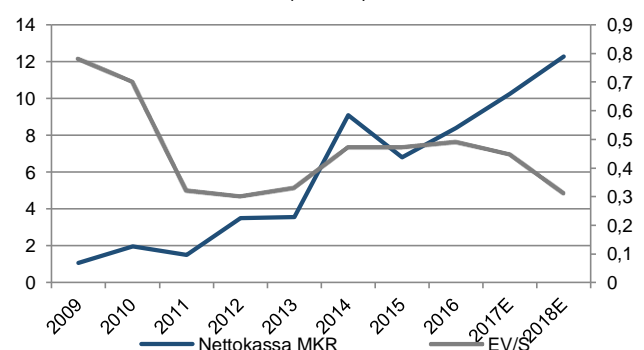
**9 MSEK nettokassa, market cap 30 MSEK.** Bolaget genererar en direktavkastning på 3,5 %. Totalt delar bolaget ut 11 öre per aktie (1,1 miljoner) av nettokassan vilket öppnar för spekulation gällande vad bolaget skall använda den resterande delen till. Bedömningen är att Novus kommer använda en del av nettokassan till att finansiera nyanställningar inför valåret 2018. Det finns ett betydande utrymme för höjda utdelningar. En fördubbling, 22 öre per aktie, ger en direktavkastning på 7 %. Novus har alla förutsättningar till att öka utdelningen i framtiden.

**En stark uppstickare på en marknad som laddar för högkonjunktur.** Värde drivare som, helt oberoende av marknadssituation, kommer att efterfråga undersökningar. Novus ligger strukturellt starkt inför kommande valår, baserat på förväntad ökad omsättning handlas bolaget till (valår) 2018E EV/sales 0,34 (0,52) och EV/ebitda 2,89 (6,05). En värdering gentemot dagens multiplar 2018 ger en uppsida på 70 %, men bedömningen är att Novus har alla förutsättningar att prestera liknande kurslyft.





Omsättning & EBITDA-marginal



Nettokassa (MSEK) & EV/Sales



# AG "Bull picks" Portfolio

Aktie	Bull Rating	Analysdatum	Ingångsvärde (SEK)	Förändring (%)
Ad City Media	 3	2016-10-29	98,50	0
Stille	 2	2016-10-29	39,00	0
MSC Group	 3	2016-10-29	2,30	0
Novus Group International	 2	2016-10-29	3,16	0

## Beskrivning av bolag

### Ad City Media

Med god marknadstillväxt och tydlig förvärvsstrategi finns möjligheter för hög tillväxt framgent. Att bolaget lyckades nå en EBITDA-tillväxt om 138 % när omsättningen växte med 79 % under H1 2016 indikerar stor skalbarhet i verksamheten. Givet ovanstående framstår EV/EBITDA på 7,89 2016E som attraktivt.

### Stille

Ett väl implementerat kostnadsbesparingsprogram har lett till en vinsttillväxt om 26 % för H1 2016. Detta har i sin tur resulterat i en stor kassa som har skapat möjligheter till triggers i närtid i form av förvärv och eventuell utdelning. Trots stark utveckling för kursen i år handlas Stille till EV/E 10,6, vilket indikerar en uppsida på 25 % från dagens nivåer.

### MSC Group

Sedan den nya ledningen tillträdde har bolaget växt med hela 268 % och lyckas vända en negativ spiral med låg tillväxt och negativa resultat. Härrörande från en uttalad förvärvsstrategi och en välfylld kassa estimeras att 1-2 förvärv genomförs under H2 2016, vilket har potential att agera trigger för kursen. Med ny kompetent ledning och en välfylld kassa anses MSC Group vara ett intressant turn-around case.

### Novus Group International

Trots lågkonjunktur presterar bolaget ett resultat i nivå med senaste valåret 2014. Valåret 2018 närmar sig vilket estimeras att driva omsättningen närmsta åren. På 2018E värderas bolaget till EV/S 0,3 och EV/EBITDA 2,89, vilket framstår som attraktivt givet nuvarande multiplar på EV/S 0,52 respektive EV/EBITDA 6,05. Med en kassa som utgör 35 % av balansomslutningen finns det även utrymme för utdelningshöjningar framgent.

# Disclaimer

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informations syfte 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 riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

Utöver ovan nämnda regler får analytiker i Bull and Bear-analyser inte sälja aktier med vinst inom 30 dagar efter publicering.

## 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 övervägning 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 analyserna.

## Innehavsredovisning

- Eric Stussare: Ad City Media
- Sebastian Lindeborg: Ad City Media, Stille
- Staffan Bülow: Ad City Media, MSC Group
- Martin Andersson: MSC Group, Novus Group International

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2016). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.