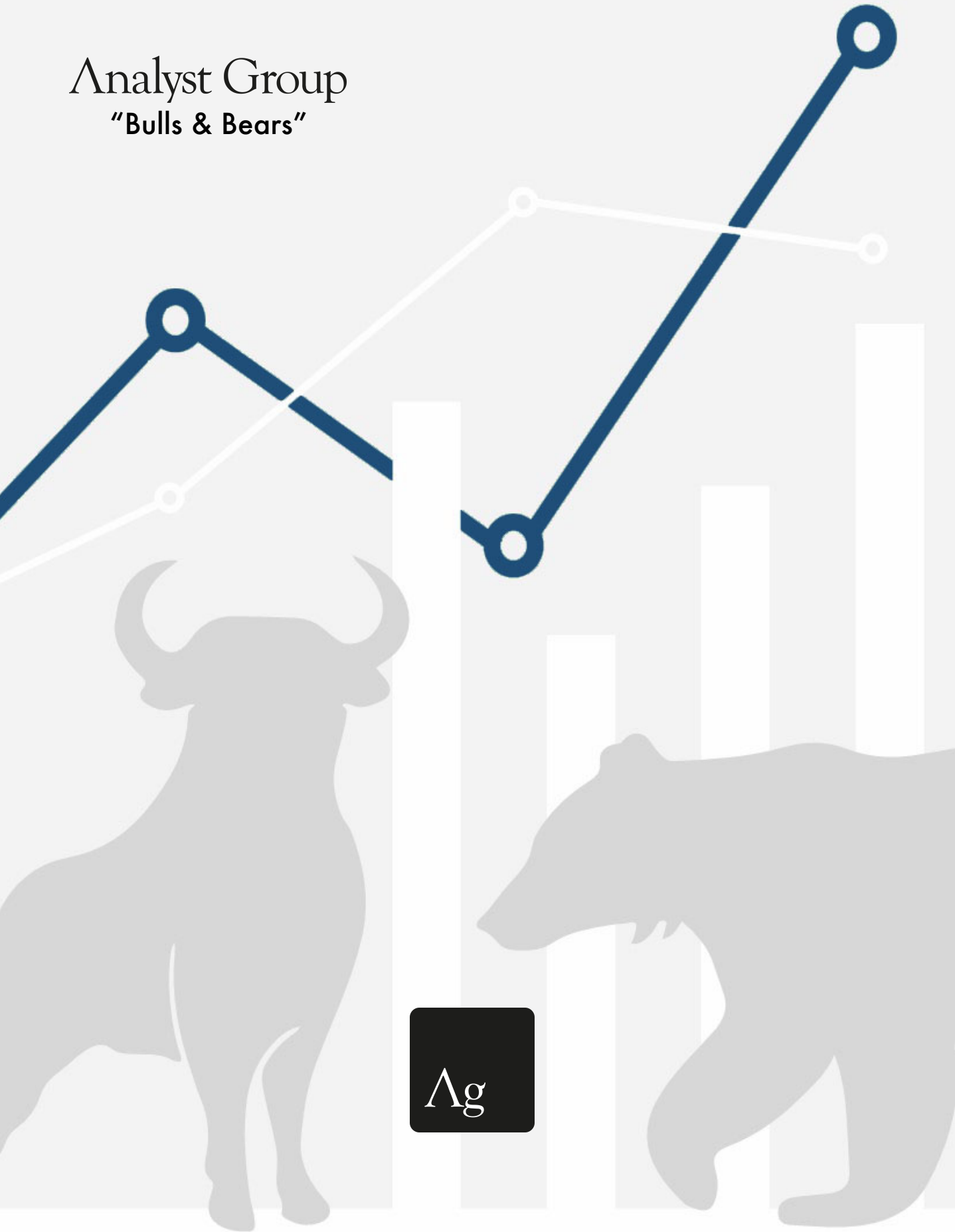


# Analyst Group "Bulls & Bears"






## 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 småbolagsvärlden. Investeringsidéerna består av en sidas grundläggande analys, där våra analytiker redogör för 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" och "Bear picks" med en kortare motivering till våra val.

### Innehåll

Swedencare	Sid 3
Götenehus Group	Sid 4
Papilly	Sid 5
AG "Bull picks"	Sid 6
AG "Bear picks"	Sid 7
Disclaimer	Sid 8

Rating	Företag	Sammanfattning
 2	Swedencare	Bolaget är inne i en expansionsfas där de genom organisk tillväxt samt flertalet väl genomförda förvärv, ökade omsättningen med 76% under årets tre första kvartal. Bolaget handlas trots detta till ett EV/EBITDA på 18 för 2017E, vilket ger en uppsida på cirka 45% mot dagens kurs.
 2	Götenehus Group	Byggbolaget GHUS beräknas öka omsättningen med 17 % under Q3 2017E och nå toppnivån på 1005 MSEK från senaste högkonjunkturen 2007, tack vare hög underliggande tillväxt och gynnsamma makrofaktorer. Vidare estimeras en förbättrad EBIT-marginal till följd av satsningen mot flerbostadshus, där marginaler är högre. För Q3 2017E värderas GHUS till EV/EBIT om 7,20, vilket ger en uppsida om 36 % från dagens nivåer.
 4	Papilly	Med en estimerad burnrate om 4,48 MSEK under H2 2016 krävs en omsättningsökning från 61 tSEK (2015) till 8,4 MSEK 2016 för att nå break-even och undvika nyemission. VD Erik Lissners aktieinnehav, om ca 2 %, är lågt, och under H1 2016 har inga intäkter redovisats. Papillys intäktsmodell är volymbaserad samtidigt som priset är lågt och andelen återkommande intäkter är mycket låga. Bolaget kommer enligt nuvarande estimat behöva återfinansieras under Q1 2017.

## Ratingsystem

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång





# Swedencare

## AG-view

Bolaget är inne i en expansionsfas där de genom organisk tillväxt samt flertalet väl genomförda förvärv, ökade omsättningen med 76% under årets tre första kvartal. Bolaget handlas trots detta till ett EV/EBITDA på 18 för 2017E, vilket ger en uppsida på cirka 45% mot dagens kurs.



2

**Omsättningstillväxt på 83 %.** Djurhälsobolaget Swedencare omsatte 13 438 tSEK Q3 2016, vilket kan jämföras med 7 313 tSEK Q3 2015. Bruttomarginalen ökade under samma period från 71,2 % till 84,4 % och EBITDA-marginalen gick från 41,6 % till 35,1 %. Tillväxten har drivits av strategiska förvärv samt en stark försäljningstrend av befintliga produkter på redan etablerade marknader. Under nästkommande kvartal förväntas bolaget lansera både egenutvecklade produkter och förvärvobjektens produktportföljer via sina distributörer. Swedencare har som finansiellt mål att ha en EBITDA-marginal som överstiger 30 % samt omsätta 200 MSEK 2020. Detta skulle innebära en CAGR om ca 40 %. Med en nuvarande tillväxttakt som vida överstiger detta, samt Swedencares historiskt beprövade strategi, kan de finansiella målen anses vara konservativt lagda.

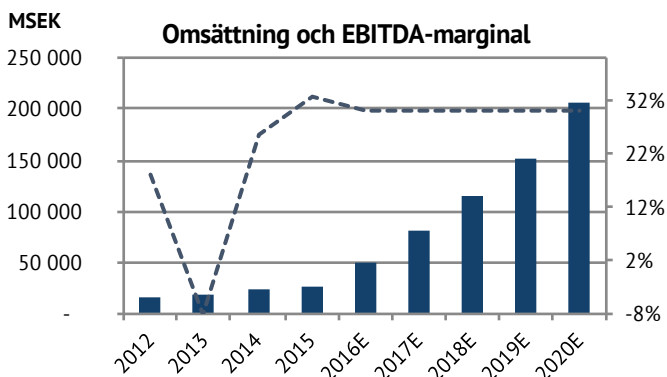
**Breddning av produktportföljen.** För tillfället står en produkt, ProDen PlaqueOff, för drygt 80 % av intäkterna. Patentet för denna går ut 2021. Ledningen har tydligt visat att de ämnar bredda utbudet genom att bygga egna varumärken och förvärva befintliga. Det kommer skydda bolagets vinster från framtida patentutgångar.

**Humanisering av husdjur.** I västvärlden har det länge pågått en trend där husdjur ses som en familjemedlem istället för egendom. Detta får konsumenterna att spendera allt mer på sina djur. Trenden har spridit sig till Asien, där västerländska livsstilsinfluenser gjort husdjur till en statussymbol, vilket har skapat en stark marknadstillväxt för husdjursprodukter. Förväntningarna är särskilt höga på Kina och Indien, och i det senare fallet väntas marknaden växa med 17 % per år fram till 2021. Swedencare satsar hårt på dessa marknader och har positionerat sig för att kapitalisera på denna trend.

**Ledning med 68,53 % insiderägande.** Ledningen har mångårig erfarenhet av att driva bolag inom sektorn. Insiderägandet är högt där VD Håkan Lagerberg äger 16,18 % av aktierna. Styrelsen, inklusive VD, äger 68,53 % av de utstående aktierna. Ägarlistan i övrigt är välmeriterad där veteraner som Investors fd VD Börje Ekholm, näringslivstoppen Anders Lönner, finansmannen Staffan Persson, samt Investor Growth Capitals tidigare VD Thomas Eklund finns med.

**EV/EBITDA på 18 samt EV/Sales på 5,3 för 2017E.** Jämfört med bolag med liknande tillväxttakt, värderas Swedencare fortfarande relativt lågt. Förutsatt att bolaget når sina finansiella mål för 2017, med en EBITDA-marginal som överstiger 30 % och en omsättning på över 80 MSEK, hamnar EBITDA-resultatet på 24 MSEK. Det skulle innebära att bolaget handlas till ett EV/EBITDA på 18,0, givet dagens aktiekurs, samt ett P/E tal på 23,5. Detta finansiella scenario får ses som troligt, till och med konservativt, med tanke på bolagets historiska tillväxt och dess pipeline. De stora satsningarna i framförallt Asien, men också i Europa och i USA är viktiga värde drivare och framtida potentiella kursdrivare.

Bibehåller Swedencare sina nuvarande värderingsmultiplar, finns en uppsida på drygt 45 % om bolaget når sina finansiella mål 2017. Patentutgången och osäkerheten däromkring kan dämpa entusiasmen och nyckeltal i linje med bolag med liknande tillväxt kan vara svåra att nå. Beroende på hur varumärket står sig samt hur produktportföljdiversifieringen går, kan utfallet svinga ordentligt. Men givet den växande marknaden och ledningens skicklighet finns värdeökningar i framtiden att hämta och investeringsobjektet ses som attraktivt.



Nyckeltal	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	26,5	18	12,7
P/E	34,6	23,5	16,5
EV/SALES	8,5	5,3	3,8

# Götenehus Group

## AG-view

Byggbolaget GHUS beräknas öka omsättningen med 17 % under Q3 2017E och nå toppnivån på 1005 MSEK från senaste högkonjunkturen 2007, tack vare hög underliggande tillväxt och gynnsamma makrofaktorer. Vidare estimeras en förbättrad EBIT-marginal till följd av satsningen mot flerbostadshus, där marginaler är högre. För Q3 2017E värderas GHUS till EV/EBIT om 7,20, vilket ger en uppsida om 36 % från dagens nivåer.



2

**Gynnsamt marknadsklimat med hög underliggande efterfrågan.** Boverkets senaste prognos för byggbehovet i juni 2016 är att efterfrågan av nya bostäder bedöms vara 440 000 till 2020, vilket innebär en genomsnittlig årstakt om 88 000 nya bostäder. Under 2015 påbörjades byggnation av ca 45 000 bostäder, varav 9 000 var småhus. Således krävs nästintill en fördubbling av nyproducerade bostäder för att tillgodose behovet. Efterfrågan på nyproduktion av bostäder påverkas av räntenivån och enligt Riksbankens prognos oktober 2016 fortsätter minusräntan fram till år 2020, dock förväntar sig flera banker att räntan höjs tidigare. Bedömningen är således att det gynnsamma marknadsklimatet för nyproduktion av bostäder framgent kommer fortsätta, vilket skapar goda förutsättningar till omsättningstillväxt för GHUS. De nya amorteringskraven gör undantag för första fem åren vid nyproduktion vilket skapar incitament att investera i nyproducerade bostäder.

**Strategiska satsningen mot flerbostadshus förbättrar EBIT-marginalen.** I takt med att efterfrågan av flerbostadshus har ökat samtidigt som behovet av nya småhus ligger på en historiskt låg nivå valde VD, Claes Hansson, i samband med besparingsåtgärderna 2013 att bredda verksamheten genom att satsa på nyproduktion av flerbostadshus. Satsningen innebär att det mer lönsamma segmentet projektutveckling får allt större andel av omsättningen. EBIT-marginalen för Q3 2016 R12 är 5,46 % och det är segmenteten projektutveckling som driver en fortsatt förbättring av EBIT-marginalen.

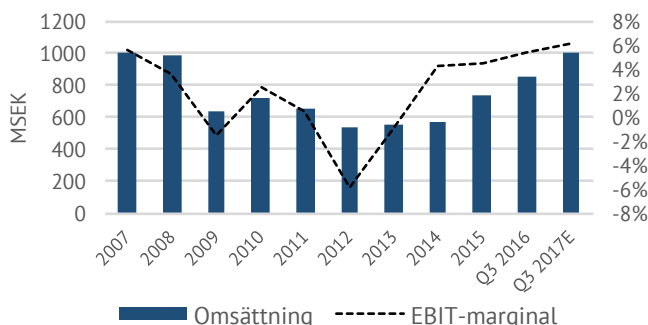
Bolagets projektutveckling har historiskt i högkonjunktur haft en EBIT-marginal mellan 6-8 % och vid jämförelse av peers inom projektutveckling har de tvåsiffriga EBIT-marginaler. I takt med att GHUS etablerar sig inom flerbostadshus är bolagets EBIT-marginalmål på 8% inom räckhåll.

**Nyrekrutering tyder på god marknadstro.** Bolaget har under året ökat antalet medarbetare från 177 till 207 vid utgången av Q3. Det tyder på att GHUS ser en ökad efterfrågan och förbereder sig för ökade volymer under Q4 och 2017, dock kan ökade personalkostnader påverka EBIT-marginalen negativt på kort sikt.

**Etablerat varumärke och 43,6 % insiderägande.** GHUS är ett välrenommerat varumärke och har funnits sedan 1931. Bolagets VD, Claes Hansson har suttit på sin post sedan 2006 och är även styrelseledamot i Svenskt Näringsliv. Hansson innehar 800 000 aktier, motsvarande 0,9 % av aktiekapitalet, samt 350 000 teckningsoptioner. Största ägare är Erik Hemberg via bolag som under januari 2016 förvärvade ca 3,2 miljoner aktier och totala innehavet uppgår nu till 29,2% av aktiekapitalet. Totalt äger styrelse och ledning 43,6 % av GHUS, vilket inger förtroende och ger incitament till fortsatt värdeskapande.

**Handlas till EV/EBIT 7,20 för Q3 2017E, motiverar 36 % uppsida.** För Q3 2016 R12 är omsättningen 858,7 MSEK, vilket innebär en omsättningstillväxt på 35,9 %. För Q3 2017E R12 estimeras att tillväxten stabiliseras kring 17 % vilket är mer i linje vad GHUS haft historiskt under högkonjunktur. Det innebär att bolaget når samma omsättning som senaste högkonjunkturen 2007. Omsättningstillväxten drivs till stor del av den höga underliggande efterfrågan. EBIT-marginalen för Q3 2016 R12 är 5,46 % vilket är nära den toppnotering på 5,64 % som bolaget hade 2007. För Q3 2017E R12 estimeras en EBIT-marginal på 6,2 % vilket motsvarar toppnoteringen 2007 korrigerat för den ökade andelen av de mer lönsamma segmentet projektutveckling i relation till omsättningen.

Med en EV/EBIT på 7,20 för Q3 2017E anses värderingen attraktiv givet bolagets höga tillväxt och stigande marginaler. I dagsläget handlas GHUS till EV/EBIT på 9,79 Q3 2016, vilket ger en uppsida på 36 %.



	R12	2007	Q3 2016	Q3 2017E
Omsättning MSEK		1005	858,7	1005
Omsättningstillväxt %		21,1%	35,9%	17%
Projektutveckling % av omsättning		39,4%	51,7%	55%
EBIT-marginal		5,64%	5,46%	6,2%
EV/EBIT		8,01	9,79	7,20

# Papilly AB

## AG-view

Med en estimerad burnrate om 4,48 MSEK under H2 2016 krävs en omsättningsökning från 61 tSEK (2015) till 8,4 MSEK 2016 för att nå break-even och undvika nyemission. VD Erik Lissners aktieinnehav, om ca 2 %, är lågt, och under H1 2016 har inga intäkter redovisats. Papillys intäktmodell är volymbaserad samtidigt som priset är lågt och andelen återkommande intäkter är mycket låga. Bolaget kommer enligt nuvarande estimat behöva återfinansieras under Q1 2017.



4

**Konkursaktuell storägare.** QV Invest, som äger 14,2 % av bolaget, har nyligen beslutat om att lösa in ett konvertibellån från 2015 där aktier tecknas till ett pris om 6,75kr/aktie, motsvarande en premie om ca 200 %. Konverteringen innebär att 444 444 nya aktier emitteras och Papilly tillförs 3 MSEK i likvider. QV Invest har utöver det en fordran genom ytterligare ett konvertibellån som tecknades i början av 2016. QV Invest har av borgenär begärts i konkurs under oktober och bolaget har kallat till extrastämman i slutet av december. Vid stämman kommer bland annat beslutas om kontrollbalansräkning ska upprättas och i sådana fall om likvidation ska ske. I fallet av en eventuell likvidation skulle det kunna leda till att konkursboet kräver in det senaste konvertibellånet, vilket skulle anstränga Papillys finansiella situation. Dock skulle en likvidation dröja något om det skedde och utgör inte en akut kortsiktig risk.

**Aktuell insiderförsäljning och låga incitamentsnivåer för ledningen.** Sedan börsintroduktionen av bolaget har Ulf Söderberg, storägare och styrelseledamot, minskat sitt innehav från 25,4 % till 15,6 %, varav stora delar av avyttringarna har skett i år. Nyligen avyttrade Söderberg 150 000 aktier i bolaget till en marknadsrabatt om 17 % mot nuvarande kurs. Vidare har Papilly ett svagt insiderägande i ledningen. VD Erik Lissner äger ca 2 % av bolagets aktier medan Ulf Söderberg är den enda i bolagets ledning och styrelse som har ett större aktieinnehav. Utöver det innehar VD:n Erik Lissner en lön om ca 1,5 MSEK per år vilket kan sättas i relation till kassan som uppgick till 5,6 MSEK vid utgången av juni. Det svaga insiderägandet i kombination med VD:ns lön ger låga incitament för ledningen.

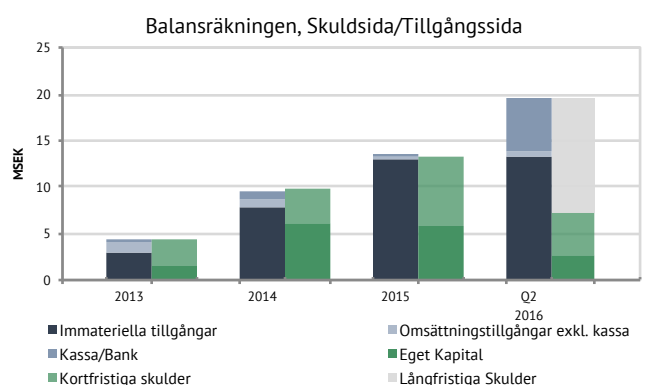
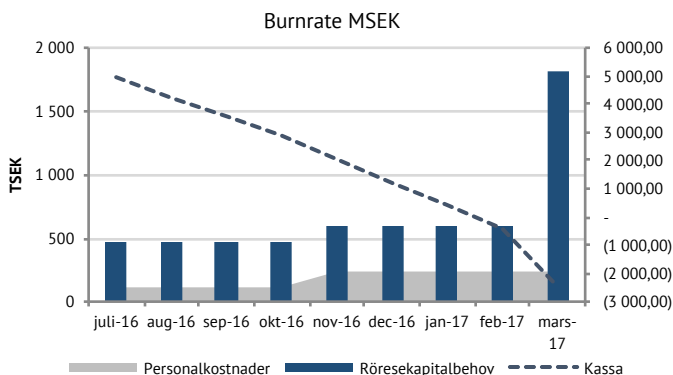
**Nuvarande burnrate indikerar återfinansiering i Q1 2017.** Under H2 2016 beräknas Papillys burnrate uppgå till 4,48 MSEK. Beräkningen baseras på historiska kassaflöden och inkluderar tillkommande kostnader för anställningen av en ny försäljningschef. Omsättnings-tillgångarna uppgick till 6,18 MSEK per sista juni vilket ger Papilly ett beräknat överskott om 1,70 MSEK vid 2016 års utgång. Vidare beräknas kassan ta slut i februari med nuvarande burnrate.

Detta inkluderar inte de 3 MSEK som eventuellt kan tillkomma genom aktuellt inlösen av ett konvertibellån. I mars väntar även en räntekostnad om 1,25 MSEK från konvertibellånet. Räntan, som utgår till konvertibelägarna, uppgår till 10 %. Rättesatsen kan anses vara något hög med hänsyn till dagens ränteklimat.






**Månatliga abonnenter behöver öka från ca 55 till 7067 för att täcka de löpande kostnaderna.** I nuvarande takt kommer återfinansiering behöva ske under januari eller februari för att täcka de löpande kostnaderna. I dessa estimat beräknas intäkterna från kontraktet som slöts i maj uppgå till ca 37 TSEK över en halvårsperiod. Inkluderat intäkterna för nuvarande kontrakt estimeras att Papilly går med förlust om 0,70 MSEK i månaden. Då priset på Papillys tjänst är 99 kr/mån skulle detta kräva 5 869 betalande abonnenter under första perioden och 7 067 abonnenter under H2 för att täcka rörelsekostnaderna. Total omsättning sedan tjänsten lanserades 2015 har uppgått till ca 87 TSEK, motsvarande ca 55 abonnenter i månaden.

**Volymberoende intäktmodell.** Papilly innehar en volymbaserad intäktmodell där ett abonnemang för 99 kr i månaden utan bindningstid erbjuds till privatpersoner. Bristen av bindningstid utgör ett problem då risken är att vid en tillfällig period av god hälsa är det lätt av avsluta abonnemang. På grund av detta minskar sannolikheten för återkommande intäkter.

**Skuldtynd balansräkning där skuldsättningsgraden uppgår till 670 %.** Balansräkningen utgörs till 68 % av immateriella tillgångar, där den största delen består av balanserade utvecklingsutgifter. Avskrivningstakten för dessa är 5 år, vilket kommer belasta resultatet och urholka det egna kapitalet om inte motsvarande intäkter kan genereras. Skulle planenliga avskrivningar följas skulle dessa belasta resultatet negativt med ca 2,533 MSEK nästa år, vilket kan ställas i relation till det egna kapitalet som vid utgången av Q2 2016 uppgick till 2,529 MSEK. Konvertibellånet som togs i början av 2016 har ökat skuldsättningsgraden som uppgår till 670 %. Samtidigt uppgick balanslikviditeten vid Q2 2016 till 127 %, vilket kan anses vara lågt med hög burnrate och negativa kassaflöden.



# AG "Bull picks" Portfolio

Aktie	Bull Rating	Analysdatum	Ingångsvärde (SEK)	Förändring (%)
Ad City Media	 3	2016-10-29	98,5	10%
Stille	 2	2016-10-29	39	25%
MSC Group	 3	2016-10-29	2,3	0%
Novus Group International	 2	2016-10-29	3,16	-11%
Swedencare	 2	2016-11-28	27,0	0

## Uppdatering av portföljen


Ad City Media och Stille har utvecklats bäst av innehaven med en uppgång på 10 % respektive 25 %. Båda bolagen levererade Q3-rapport som var i linje och till och med något över vår förväntan. MSC Group har utvecklats sidledes till följd av en Q3-rapport uppvisade en omsättningstillväxt om 246 % men även en ökad förlust och därav estimeras att MSC Group först 2017 kan uppvisa lönsamhet. Vi ställer oss fortfarande positiva till bolaget härrörande en låg värdering med ett EV/S på 0,27 och potentiell trigger i form av förvärv.

Novus är det bolag som har utvecklats svagast med en nedgång på -11%. Bolaget redovisade ett resultat före skatt på - 1,8 MSEK, vilket var en konsekvens av den utökade personalstyrkan. Med anledning av att omsättningen ökade med 22,6 % i jämförelse med föregående år i kombination med att VD guidar om ett positivt resultat för verksamhetsåret är vi fortsatt positiva till Novus.

## Swedencare

Bolaget uppvisar en omsättningstillväxt om 76 % och härrörande från en gedigen pipeline med nya produkter och integration av förvärvobjektens produktportfölj estimeras bolaget att bibehålla en hög tillväxttakt framgent. Högt insiderägande om 68,53 % i kombination med välrenommerade ägare i form av bland annat Börje Ekholm, Anders Lönner och Staffan Persson ingjuter förtroende. På 2017E värderas bolaget till EV/EBITDA på 18, vilket indikerar en uppsida om 45 % från nuvarande nivåer.

# AG "Bear picks" Portfolio

Aktie	Bear Rating	Analysdatum	Ingångsvärde (SEK)	Förändring (%)
Papilly	 4	2016-10-29	2,28	0%

## Uppdatering av portföljen

### Papilly

Bolaget estimeras behöva en omsättningsökning från nuvarande 78 TSEK 2015 till 8,4 MSEK 2016 för att nå break-even och hittills har inga intäkter redovisas under 2016. Med en burn-rate om 4,48 MSEK per halvår och en kassa på 5,6 MSEK estimeras bolaget behöva återfinansieras under Q1 2017. Storägaren Ulf Söderberg har succesivt minskat sitt innehav från 25,4 % till 15,6 % sedan börsintroduktionen, detta i kombination med ett i övrigt svagt insiderägande och höga löner till VD ger låga incitament för ledningen och styrelsen.



# Disclaimer

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## 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 *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://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 övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

### Definition Bull

Bull är en metafor för en positiv 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

AG har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen..

## Innehavsredovisning

- Mark Siöstedt: Inga aktier eller andra finansiella instrument i de analyserade bolagen.
- Alex Winström: Inga aktier eller andra finansiella instrument i de analyserade bolagen.
- William Celding: äger aktier i Götenehus Group
- Henrik Sundström: Inga aktier eller andra finansiella instrument i de analyserade bolagen.
- Sebastian Lindeborg: Inga aktier eller andra finansiella instrument i de analyserade bolagen.

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## 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.