

IPO-letter

Vad är IPO-letter?

IPO-letter är ett nytt koncept från Analyst Group. Syftet är att presentera de mest intressanta börsnoteringarna, listningsemissionerna och nyemissionerna i småbolags-sverige. I varje utgåva beskrivs vilka transaktioner vi bedömer ha goda förutsättningar att lyckas, liksom de vi anser att man som investerare bör vara mer försiktig med. Värde drivarna för varje bolag beskrivs kortfattat, kombinerat med en reflektion kring värdering vid olika scenarion. Därefter görs en bedömning av ledning och styrelse, riskprofil, affärsmodellens kvalitet och bolagets värde drivare, enligt Analyst Groups ratingsystem.

Innehåll i denna utgåva	Sida	AG View
Edgeware	2	Teckna
Aino Health	3	Teckna
SeaTwirl	4	Teckna

Fortsatt stort intresse för att teckna IPOs

Det råder fortsatt stor riskaptit marknaden och viljan att delta i börsintroduktioner och nyemissioner för småbolag bedöms fortsatt vara stor hos investerarkollektivet, primärt bland småsparare. Under hösten har ett flertal börsintroduktioner och nyemissioner genomförts, och dessa har till överväldigande del stigit kraftigt från noteringskurs. På senare tid förefaller intresset att teckna och sälja direkt i öppningscallen vara stort. Exempelvis har Alligator Bioscience fallit sedan noteringen, och handlas nu cirka 3 % högre än lägsta noteringen, men hela 12,4 % lägre än öppningskurs.

De stora intresset resulterar ofta i låg eller uteliven tilldelning för många småsparare. Detta riskerar i sin tur att leda till att investerare helt undviker att teckna aktier i vissa bolag vid börsnotering. I det stora utbudet av nyemissioner och börsnoteringar tror Analyst Group därför att det är ännu viktigare än tidigare att vara extra noggrann i valet av case.

Kommande börsnoteringar och nyemissioner

Bolagsnamn	Sista teckningsdag	Bolagsnamn	Sista teckningsdag
Edgeware	6 dec	Nexar Group	15 dec
Acarix	6 dec	Free2Move	15 dec
SeaTwirl	7 dec	Spectracure	15 dec
Aino Health	7 dec	Axichem	18 dec
Miris Holding	8 dec	Viking Supply Ships	19 dec
Prostalund	12 dec	Samtrygg Group	20 dec
Amnode	12 dec	Tobii Technology	20 dec
Brinova Fastigheter	14 dec	Obducat	21 dec
Axon Kids	14 dec	Hexicon Group	22 dec

Förtydligande av rating

Lägst betyg



Högst betyg

AG-view

Senaste 10 åren har Edgeware växt kraftig och är idag lönsamma med positiva marginaler. Den adresserbara marknaden förväntas växa i god takt framgent, vilket ger bra förutsättningar för Edgeware att fortsatt expandera sin verksamhet, dels organiskt dels genom förvärv. Värderingen, i förhållande till framtida potential, framstår inte som alltför hög inför noteringen.



3

Edgeware utvecklar och säljer produkter samt tillhörande tjänster som möjliggör effektiv och skalbar streaming av video och TV över internet. Bolaget tar nu in ca 140 MSEK (netto) inför notering på Nasdaq Stockholm, där likviden bl.a. ska finansiera organisk tillväxt och potentiella förvärv.

Adresserbar marknad om ca 1 600 MUSD år 2020

Edgewares adresserbara marknad växte med ca 14 % årligen 2013-2015, och värderades till 564 MUSD 2015. Till 2020 bedöms marknaden i snitt kunna växa årligen med ca 23 %, vilket skulle innebära en marknadsstorlek om ca 1 600 MUSD 2020. Redan vid en mindre marknadsandel kan därmed Edgeware generera betydande intäkter.

Stark historisk tillväxt med positiva marginaler idag

Senaste 10 åren har Edgeware växt kraftigt och är idag lönsamma med positiva marginaler. Under kommande två år avser bolaget fördubbla säljorganisationen för att öka den geografiska täckningen. Edgeware har dessutom identifierat potentiella förvärvskandidater.

Med dessa värde drivare, fortsatt god marknadstillväxt och pågående nyemission, finns det goda möjligheter för Edgeware att expandera sin verksamhet ytterligare.

Förtroendeingivande ägare

Catella Fondförvaltning AB, Grenspecialisten Förvaltning AB, LMK Forward AB, Swedbank Robur Fonder AB och OstVast Capital Management Ltd avser förvärva aktier motsvarande ca 54 % av erbjudandet (ägande ca 25 % efter erbjudandet). Även *venture capital*-fonderna Amadeus och Creandum har ett ägande i Edgeware. Samtliga av dessa aktörer ingjuter ett starkt förtroende.

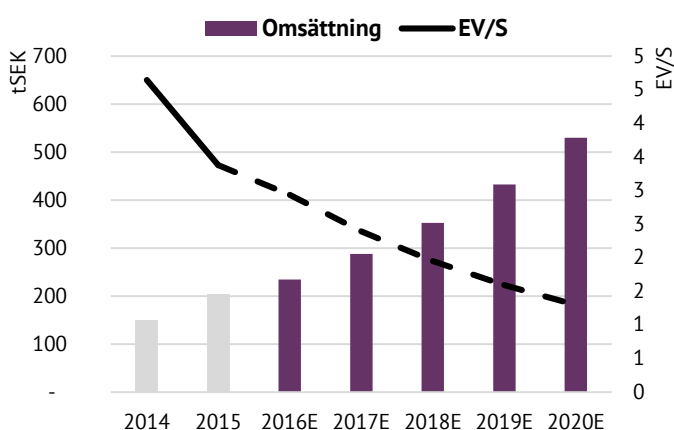
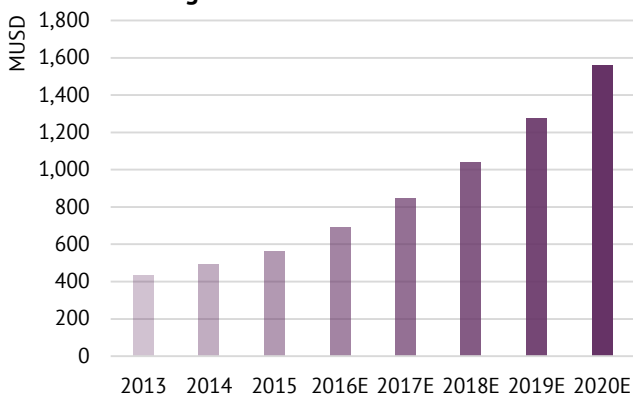
Noteras till EV/S 1,3 på 2020 års potentiella omsättning

Om Edgeware växer i linje med marknaden (23 % årligen) fram till 2020, skulle det motsvara en omsättning på ca 530 tSEK. Om nuvarande erbjudande fulltecknas till mittpunkten av prisintervallet (27,5 SEK), skulle det idag motsvara en EV/S-multipel om 1,3 på 2020 års potentiella omsättning. Det kan argumenteras för, baserat på framtida tillväxtpotential, att värderingen inte framstår som allt för hög inför noteringen.

Konkurrensutsatt bransch

Edgeware har konkurrens från andra befintliga aktörer, dels från generalister (t.ex. Cisco, Huawei, Ericsson), dels från specialister (t.ex. Broadpeak), vilket medför risker. Inträdesbarriärer kan finnas mot nya aktörer som vill etablera sig på Edgewares adresserbara marknad, då denna kännetecknas av bl.a. en hög nischfaktor.

Edgewares adresserbara marknad



3

Värde drivare



2

Historisk lönsamhet



3

Ledning & styrelse



3

Riskprofil

AG-view

Aino Health har ett positivt kassaflöde på den finska hemmamarknaden och välrenommerade kunder. Med ett *proof of concept* och skalbar affärsmodell avser bolaget bredda sin verksamhet till resten av Europa, med Sverige och Tyskland som första marknader. Givet bolagets potential och bevisade framgång bedöms framtidsutsikterna som ljusa.



2

Aino Health erbjuder en IT-baserad processlösning vars mål är att proaktivt minska sjukfrånvaron för sina kunder. Bolaget ska expandera sin verksamhet till Tyskland och Sverige. De avser därför ta in ca 50 MSEK inför den förestående listningen av bolagets aktie på OMX First North.

Tydligt proof of concept. Aino Health (Aino) har bedrivit verksamhet i Finland sedan 1994. Verksamheten där är kassaflödespositiv och bolaget har knutit till sig kunder så Stora Enso, ABB och Boliden. Ainos lösning sänkte Stora Ensos sjukfrånvaron från ca 8 % till 3,3 % på 1,5 år, och sparade därmed bolaget ca 75 MSEK. Ersättningen var då ca 25 % av besparingen vilket sedan förhandlades om till fast ersättning, något som förklarar minskningen i omsättning efter 2012. Intäktsmodellen skräddarsys efter kunden och varierar därför mellan fast och rörlig. Men skalbarheten i verksamheten är god och initialt skrivs ofta kontrakt som löper mellan 2-3 år.

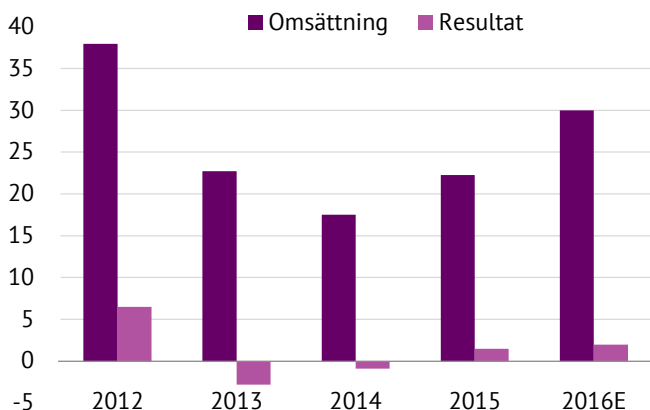
Geografisk expansion. Bolaget avser att accelerera tillväxten genom att bredda verksamheten till Sverige och Tyskland. Emissionsbeloppet kommer gå till finansiering av denna expansion. Bolaget ligger rätt i tiden då sjukfrånvaron i Sverige ökat med 24 % sedan 2011, enligt Ekonomifakta. I exempelvis Tyskland kräver lagen att bolagen måste betala 100 % av den frånvarades lön från dag 1, i upp till 6 veckor.

Högt insiderägande men utan institutioner. Styrelsen och ledningen äger tillsammans ca 30,5 % av aktierna varav VD Jyrki Eklund äger 23 %, om emissionen blir fulltecknad. Flertalet privata investerare har åtagit sig att teckna aktier motsvarande 68 % av erbjudandet. Däribland Börspoddens John Skogman, som innan emissionen äger 1,7 % av bolaget. Inga institutioner har åtaganden i noteringen.

Konkurrenssituation. Marknaden har låga inträdesbarriärer, men konkurrenter med samma tillvägagångssätt saknas. Konkurrenterna jobbar retroaktivt, dvs. sänka frånvaron med sjuksköterskor och doktorer. Aino Health menar att den ökade sjukfrånvaron inte beror på sämre hälsa, utan dåligt ledarskap och brist på motivation. Aino förebygger detta proaktivt, vilket ger en betydande konkurrensfördel.

EV/S på 3,3 för 2016. Aino noteras till ett EV/S på 3,3 för år 2016. Givet den estimerade tillväxttakten väntas EV/S sjunka till 1,3 år 2018, vilket ses som attraktivt. EV/EBITDA uppgick 2015 till 53x med en EBITDA-marginal på 8,3%, vilken förväntas öka till 15 % när skalfördelarna får effekt. Omsättningen estimeras öka 35 % för 2016 och framöver estimeras en årlig tillväxttakt om 60 %. Med stark och lönsam tillväxt kombinerat med marginalförbättringar samt strategin att expandera geografiskt så bedöms framtidsutsikterna som goda för Aino.

MSEK



	2015	2016P	2017P	2018P
EV/S	4,5	3,3	2,1	1,3
Tillväxttakt	27%	35%	60%	60%



3

Value Drivers



2

Quality of Earnings



2

Quality of management



3

Risk Profile

AG-view

SeaTwirl utvecklar ett nytt koncept av vertikalaxlad vindkraftteknik till havs och befinner sig i utvecklingsstadiet av den fullskaliga produkten "SeaTwirl S2". Historiskt har antalet nya installationer per år havsbaserad vindkraft vuxit markant i jämförelse med landbaserad som stadigt minskar. Detta i takt med nya europeiska mål om investeringar i förnyelsebar energi estimeras en tillväxtökning framgent, en förändring som SeaTwirl verkar vara redo för.



2

SeaTwirl utvecklar vertikalaxlade, flytande vindturbiner som ska placeras ute till havs. Erbjudandet är en nyemission och består av 600 000 aktier om 24 miljoner kronor till teckningskursen 40 kr/aktie, vilka till hälften är garanterade via teckningsförbindelser.

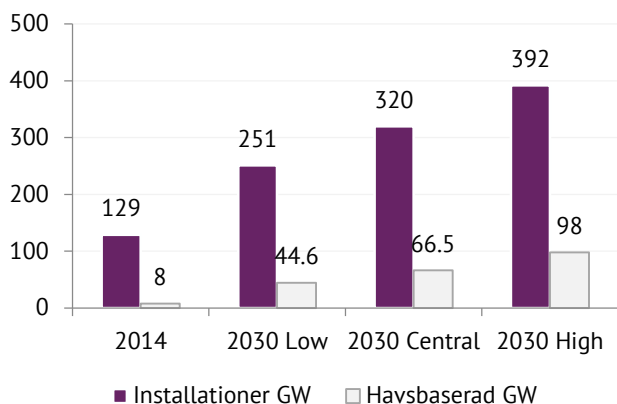
Havsbaserad vindkraft – stor efterfrågan framgent. 2001 installerades 4,4 gigawatt (GW) landbaserad och 51 megawatt havsbaserad vindkraft i Europa. 2015 installerades 9,8 GW landbaserad och 3 GW havsbaserad vindkraft, en ökning med 223 % respektive 5883 %. Tillväxttakten för landbaserad vindkraft har därför avtagit i jämförelse med havsbaserad vindkraft vilken vuxit markant. Europeiska Wind Energy Association (EWEA) estimerar tre scenarier, vilka beskriver den ackumulerade installationsmängden i GW år 2030 i jämförelse med år 2014. I scenario *central* estimeras antalet havsbaserade installationer ha ökat med 830 % sedan slutet av 2014. I scenario *low* estimeras en ökning om 557 % och i scenario *high* en ökning om 1225 %. Ovanstående indikerar den havsbaserade vindkraftens marknadspotential. Havsbaserad vindkraft beräknas därutöver 2030 stå för cirka 14 % av hela EU:s totala elektricitetsbehov och växa med en CAGR om 27 % fram till dess. 2015 utgjorde havsbaserad vindkraft 0,73 % av EU:s totala elektricitetsbehov.

Bolagsutsikter. Bolaget befinner sig i utvecklingsstadiet av den fullskaliga produkten "S2", som baseras på en tidigare prototyp, för vilken kostnadsmassan estimeras till cirka 70 MSEK. Erbjudandet om 24 MSEK, vilket till hälften är

garanterat av förbindelser, beräknas täcka verksamhetens kostnader under 18 månader framöver. SeaTwirl planerar därefter att söka bidrag från statliga myndigheter och EU för att kunna täcka senare kapitalbehov eftersom S2 beräknas bli lönsam år 2023.

Insiderägande om 73.1 %. Både Daniel Ehrnberg (grundare och styrelseledamot) och Pontus Ryd (styrelseledamot) äger genom bolag 24.4 % av aktierna. Störste ägare är Knut Claesson, styrelseledamot fram till november 2016, med ett innehav om 48.7 % av aktierna. Samtliga har ingått ett lock-up-avtal under en period om 12 månader från och med första handelsdag den 22:a december. Om erbjudandet fulltecknas uppgår det totala insiderägandet till 51.2 %.

Risker och konkurrens. Med tanke på att nyemissionen endast kommer att täcka finansieringen 18 månader framöver är bolagets framtida finansieringsbehov en risk. Nyemissioner kan bli möjliga framgent för att täcka rörelseverksamheten. Det finns två konkurrenter, InFlow och Spinfloat, vilka likt SeaTwirl använder sig av vertikalaxlad teknik. Båda bolagen befinner sig i utvecklingsfasen. SeaTwirl har å andra sidan sökt internationella patent på bolagets vindturbiner. S2 kommer betecknas med en TRL (Technology Readiness Level) på 9, den högsta nivån, vid lansering. Detta indikerar att SeaTwirl har förutsättningar att etablera produkten omgående vid lansering.



Projekt	Typ	Turbineffekt	Lönsam år
SeaTwirl S1	Prototyp	30 kW	-
SeaTwirl S2	Fullskalig produkt	1 MW	2023



4

Värde drivare



3

Historisk lönsamhet



3

Ledning & styrelse



4

Riskprofil

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 frånsäger 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

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

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

- Analytikerna äger inte aktier, finansiella instrument eller ansökt om aktieteckning om inte annat anges.
- Alex Winström har ansökt om aktieteckning i Aino Health men äger inga andra finansiella instrument.
- Patrik Olofsson har ansökt om aktieteckning i Edgware men äger inga andra finansiella instrument.
- Oliver Molse (VD för AG) är privat teckningsåtagare i SeaTwirl.
- AG Equity Research AB äger inte aktier eller andra finansiella instrument i bolagen.

Analytikerna har inga andra intressen, ekonomiska eller andra, som skulle kunna påverka deras oberoende. 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.