

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
Smart Eye	2	Teckna
THQ Nordic	3	Teckna
ChemoTech	4	Teckna

Fortsatt högt tryck på IPO-marknaden

Det råder fortsatt stor riskaptit marknaden och viljan att delta i börsintroduktioner och nyemissioner för småbolag bedöms vara mycket stor hos investerarkollektivet, primärt bland småsparare. Under hösten har ett flertal börsintroduktioner och nyemissioner genomförts. Senast kan börsnoteringarna Crunchfish och Cellink nämnas för att illustrera det stora intresset då båda varit påtagligt övertecknade och stigit kraftigt efter notering.

Intresset för mindre bolag bedöms vara större än för stora noteringar. Ahlsell, som är den största börsnoteringen sedan Telia, noterades till 46 kr/aktie, och handlas efter drygt 2 veckor till 51,9 kr/aktie, motsvarande en uppgång om 12,8 %. Detta kan jämföras med noteringar som Cellink och Crunchfish, vilka båda handlas högt över sina respektive noteringskurser. Detta indikerar fortsatt stort intresse hos investerarkollektivet för börsnoteringar av mindre bolag.

Kommande börsnoteringar och nyemissioner

Bolagsnamn	Sista teckningsdag
Rethinking Care	16 nov
ChemoTech	17 nov
THQ Nordic	17 nov
Easyfill	17 nov
Fastpartner	20 nov
Abelco	20 nov
Ivisys	21 nov
Iterata	22 nov
Alligator Bioscience	22 nov

Bolagsnamn	Sista teckningsdag
Serneke	22 nov
Pexa	23 nov
Volati	25 nov
Smart Eye	28 nov
PledPharma	28 nov
C Security Systems	29 nov
Baltic Horizon	29 nov
MultiDocke	29 nov
Slitevind	4 dec

Förtydligande av rating

Mycket lite talar för framgång



5



4



3



2



1



1



2



3



4



5

Mycket talar för framgång

Länk till prospektet: <https://goo.gl/rPLIHI>

AG-view

Smart Eyes har ett first move advantage på en marknad med god underliggande tillväxt och där det i närtid finns möjlighet att sluta avtal med ledande aktörer. Affärsmodellen bäddar för framtida lönsamhet då Smart Eyes äger mjukvaran fullt ut vilket resulterar i att bruttomarginalerna på licensintäkterna uppgår till 100 % (inom applied solutions).



2

Eyetracking – en marknad med potential för genombrott

Smart Eye är en ledande aktör inom eyetracking, vars fokus är på fordonsindustrin. Eyetracking har tidigare fått genombrott i industrier som datorintegration och marknadsföring. Bolaget estimerar att eyetracking inom fordonsindustrin står inför ett kommande genombrott. Smart Eyes estimerar att marknaden för eyetracking kommer växa med 10 % per år, och att eyetracking inom segmentet fordonsindustri kommer växa ännu snabbare. Enligt Smart Eyes väntas omsättningen under 2020 uppgå till 300 MSEK, vilket innebär en tillväxt om 711 % från 2016E och att tekniken ska finnas i 15 miljoner självkörande bilar 2025.

Fordonsindustrin – en potentiellt oexploaterad marknad

Under 2015 erhöll bolaget två design wins (ej order) från två globala aktörer som går i serieproduktion under 2017 och 2018. Eyetracking planeras att först implementeras i premiumbilar för att erhålla trovärdighet hos marknaden. Nästa steg är att implementera eyetracking i mediumklass bilar där volymen estimeras vara dubbelt så stor som i premiumsegmentet vilket öppnar upp för en marknads-potential. Eyetracking inom fordonsindustrin är i dagsläget oexploaterad, och enligt bolaget har endast fem design wins utnämnts under de senaste två åren, Smart Eye har slutit två av dem. Om bolaget vidare vinner en upphandling är det troligt att bolaget kommer leverera till nästkommande modeller också. Ett avtal från en större aktör skulle agera trigger för aktiekursen.

Insiderägande om 58,3 %

Fouriertransform AB (svenska staten), familjerna Krantz (styrelseordförande och VD) och Jöfelt (styrelseledamot) äger före emissionen 58,3 % av bolaget. Vidare har även parterna tecknat ett lock-up-avtal där parterna inte får avyttra innehavet inom en 12 månadsperiod efter första handelsdagen. Nuvarande VD, Martin Krantz och styrelseordförande Mats Krantz är grundare av bolaget där de tidigare har levererat prototyper till bland annat SAAB och Autoliv.

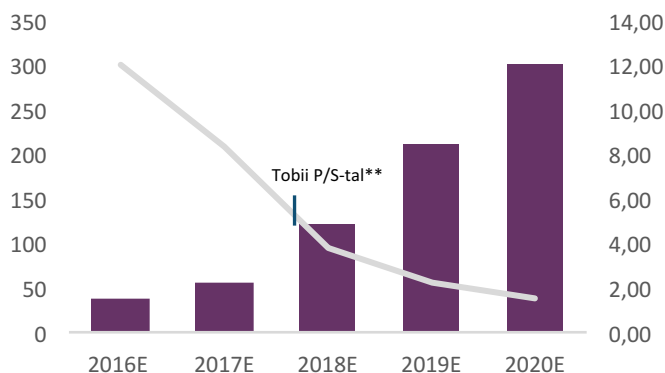
Marknadskonkurrens och risker

Det finns i dagsläget etablerade konkurrenter på marknaden inom eyetracking, exempelvis Tobii har ett börsvärde på 6 mdSEK och risken finns att Tobii kan utnyttja sin storlek och marknadsposition. Smart Eye har dock en konkurrensfördel då bolaget kan hantera ett större antal kameror i tekniken, jämfört med konkurrenter.

Bruttomarginaler om 100 %

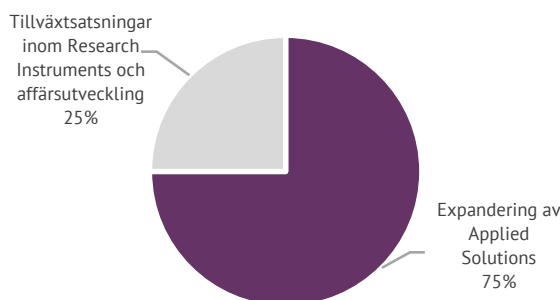
Smart Eye äger mjukvaran fullt ut vilket resulterar i att bruttomarginalerna på licensintäkterna uppgår till 100 % (applied solutions). Bruttomarginalerna inom Research Instruments estimeras mellan 75 och 90 %. Bolagsvärdet post money uppgår till 456 MSEK i grafen nedan framgår en P/S-värdering av bolaget. Den relativt höga värderingen motiveras av den framtida tillväxtfas som Smart Eye står inför.

Omsättning och P/S-tal (MSEK)



* = Potentiell omsättningstillväxt ** = nuvarande *** = Post money

Fördelning av emissionslikvid



3

Värde drivare



3

Historisk lönsamhet



3

Ledning & styrelse



3

Riskprofil

Länk till prospektet <https://goo.gl/bo7RGv>

AG-view

THQ Nordic är ett svenskt företag som förvärvar, utvecklar, förlägger och spel. Vid teckningskurs anses bolaget vara attraktivt värderat. Det som kommer driva kursen är den låga värderingen i förhållande till peers och den starka tillväxten. Tillväxten kan fortsatt förväntas vara hög till följd av den förstärkta kassa bolaget får genom nyemissionen som sker i samband med börsintroduktionen.



3

Marknad med stor potential. Tillväxttaken för spelbranschen bedöms ligga runt 7 % årligen fram till 2019. Idag är bolaget fokuserat på PC och konsol samt säljer nästan uteslutande till dessa marknader. THQ undersöker även möjligheterna att expandera till mobilmarknaden som 2016 utgör 36 % av hela spelmarknaden. Marknaden för smarta telefoner har en tillväxttakt YoY på 23 %, och om den takten håller i sig blir det största spelmarknaden år 2018.

THQ Nordic grundades 2011 av nuvarande koncernchefen Lars Wingerfors. Som välmeriterad entreprenör kommer Lars fortfarande vara majoritetsägare, med 61,71 % av rösterna, men passar på att avyttra fler än 7 miljoner aktier i erbjudandet. Vid fullt utnyttjande av övertilldelningsoptionen emitteras 12 miljoner nya aktier och 10 miljoner befintliga aktier säljs. Totalt köper ankarinvestorer aktier för 210 MSEK där Swedbank Robur och Didner & Gerge är största investerare. Deras poster uppgår till ett värde av 45 MSEK eller 3,1% av bolaget om maximalt antal aktier i erbjudandet når marknaden.

Välutvecklad affärsmodell och stark pipeline. THQ förvärvar etablerade varumärken och spel som för tillfället underpresterar. Strategin går ut på att förädla dem, för att sedan vidareutveckla med bland annat uppföljare. Detta innebär mindre osäkerhet för THQ då spelen redan har en befintlig skara fans, en annars överhängande risk vid lansering av nya spel. Strategin är beprövad och har fungerat väl hittills. I dagsläget har THQ 29 spel under utveckling varav de flesta är uppföljare.

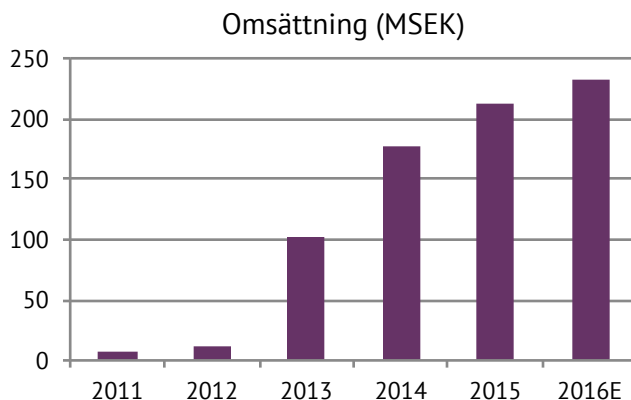
THQ riktar sig mot s.k. "hardcore gamers" som är mycket kräsna, men även lojala. Detta segmentet bryr sig mycket om detaljer, och dåliga omdömen kan sänka en titel. THQ arbetar därför målmedvetet för att erhålla bra omdömen vid lanseringar.

Bolaget har investerat tungt i pipeline och lagt 87,3 MSEK under första 3 kvartalen. Nettoemissionsbeloppet på maximalt 222 MSEK kommer ge bolaget resurser för att exekvera sin strategi och vidareutveckla de påbörjade projekten.

Portfölj med hävstång mot framtiden. THQ har gjort flera förvärv, och äger idag ca 75 varumärken och 200 spel. I takt med att pipeline utvecklas och att innehållet leder till färdiga produkter kommer hävstången i verksamheten öka. Med en kraftigt skalbar affärsmodell och hög grad av digital distribution är de välpositionerade för att hantera framtiden.

Lågt värderad jämfört med peers. De svenska bolag som liknar THQ är Starbreeze och Paradox Interactive som både utvecklar egna spel och förlägger åt andra. THQ värderas i relation till dem lågt, då de noteras till EV/EBITDA på 10,4 jämfört med Paradox som handlas till 17,1. THQ har haft en enorm tillväxt, de omsatte 8 MSEK år 2011 och har vuxit 75 % YoY sedan dess. Deras tillväxt genom förvärv som ledning lyckats med estimeras var fortsatt vara hög, och strategin kan nu fortsätta med välfylld kassa vilket ger goda förutsättningar framgent.

	EV/S	EV/EBITDA	Tillväxt 5år (YoY)
Starbreeze	23,85	123,4	56%
Paradox	8,26	17,1	37%
THQ Nordic	4,74	10,4	75%



3

Värde drivare



2

Historisk lönsamhet



4

Ledning & styrelse



4

Riskprofil

Länk till prospektet: <https://goo.gl/XGkLLX>

AG-view

ChemoTech kan vara ett intressant tillskott till portföljen för den riskvillige. Tekniken är relativt ny samtidigt som konkurrensen inom onkologi är hård, vilket höjer risknivån. En stor marknad, positiva terapeutiska resultat och omfattande teknisk kompetens kan sätta fart på kursen vid en lyckad notering.



1

Inleder kommersialiseringsfas. ChemoTech erbjuder en ny typ av elektrokemoterapibehandling (ECT) för ett flertal olika cancerindikationer, och planerar en expansion av verksamheten till andra områden där bolagets teknik kan tillämpas, bl.a. smärtkontroll. Syftet med emissionen är att finansiera fortsatt produktutveckling. Den förestående kommersialiseringsfasen, syftar till att genom produkten IQWave göra kostnadseffektiv cancerbehandling tillgänglig i Asien, Afrika och Mellanöstern, regioner där behovet är mycket stort.

Innovativ cancerbehandling. ECT är en relativt ny behandlingsmetod, tillämplig på ett flertal cancerindikationer. Med hjälp av elektriska fält är det möjligt att höja graden av tumörpenetration hos aktuell cytostatika, vilket ökar behandlingens effektivitet till en relativt låg kostnad. Metoden har uppvisat mycket goda terapeutiska resultat och är för närvarande godkänd i en handfull europeiska länder, ett gott tecken inför framtiden.

I den lanseringsfärdiga produkten IQWave har bolaget kombinerat konventionell ECT med nya patenterade lösningar för ökad specificitet. Intäktsmodellen baseras på försäljning av produkten och tillhörande engångsartiklar. Positiv behandlingsdata, ökad patientnytta och en attraktiv kostnadsprofil talar för att IQWave kan nå hög penetration på aktuella marknader.

Hög risk, stor långsiktig potential. Investeringar i unga life science-bolag är förknippade med hög risk. Vad gäller ChemoTech bidrar även kommersialiseringsstrategin till viss osäkerhet. Bolaget ser dock ut att ha etablerat goda regionala branschkontakter, en förutsättning för ett lyckat marknadsinträde.

Utöver IQWave har bolaget två utvecklingsprojekt i pipeline: D-ESPC och D-EMIS, varav den förra syftar till behandla smärta relaterad till metastaser i ryggraden. En klinisk studie för detta projekt är tänkt att initieras H2 2017. Med D-EMIS ämnar bolaget utveckla en minimalt invasiv behandling mot prostatacancer. Båda projekten bygger på bolagets ECT-plattform. Ledning och styrelse har lång erfarenhet av utveckling av ECT-baserade system, varför utsikterna för positiva resultat bedöms vara goda även här.

Rimlig värdering. Bolagets värdering pre-money uppgår till 71 MSEK och teckningsförbindelser har erhållits för omkring 62 % av emissionsbeloppet. ECT har potentialen att bli standardprocedur vid aktuella indikationer även i västvärlden. ChemoTech ser ut att vara välpositionerat inför ett sådant skifte, varför en lyckad emission följt av positiva PM bör motivera en högre värdering framgent.

Produkt- och projektportfölj

Produkt	Område	Fas
IQWave	ECT	Kommersialisering
D-ESPC	Smärtkontroll	Prototyputveckling (klinik H2 2017)
D-EMIS	Behandling av prostatacancer	Konceptutveckling



4

Värde drivare



3

Historisk lönsamhet



3

Ledning & styrelse



5

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 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

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 (undantaget Alex Winström och Martin Andersson) äger inte aktier eller andra finansiella instrument (enligt 1 kap, 4 § lag om värdepappersmarknaden) i bolag.

Alex Winström har ansökt om aktieteckning i THQ Nordic.

Martin Andersson har ansökt om aktieteckning i THQ Nordic.

Oliver Molse (privat) är teckningsåtagare i Chemotech.

Navitex Trading AB (närstående bolag) äger aktier i Smart Eye och Chemotech.

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.