Analyst Group

Analysts: Jens Edholm & Matilda Rist

TradeDoubler

Hold

Target price (Long-term): 33,00SEK

- Nyligen presenterat resultat för vanligtvis säsongsstarka kvartal 1 visar 19% negativ tillväxt och VD-byte. Vi ser stor risk för ytterligare nedskrivningar av goodwillpost under 2014 och 2015 och råder investerare att vara vaksamma.
- Vi ser potential i verksamheten bortom de senaste årens negativa utveckling; underliggande marknadstillväxt om 3-7 % per år möjliggör Tradedoublers-turnaround.
- Ny huvudägare, Monterro 1 A återför entreprenörskap, målfokus och aktieägarintresse till verksamheten. IT-profilerer som Henrik Kvick (även huvudägare) förväntas tillträda i styrelserummet. Nya huvudägare bör ha större planer för Tradedoubler.
- Effektiviseringar och marginalstärkande åtgärder tre år i rad slimmar kostnadskostymen. Spekulativt antagande om lyckad turnaround ger 155% uppsida till långsiktigt motiverat värde på 33 SEK per aktie med P/S 1 och EV/EBITDA 7 på 2016 års resultat.

Nyckeldata	
Aktiekurs	13,2
52 v högsta / lägsta	23,8 / 12,7
Antal aktier	42 807 499 000
Börsvärde (MSEK)	565 058
Nettoskuld (MSEK)	-184 327
EV (MSEK)	380 731
Sektor	IT/Media
Lista / Kortnamn	OMX Small Cap / TRAD
Nästa rapport, Q1	2014-07-25

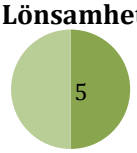
Utveckling	
1 mån	-20%
3 mån	-25%
1 år	-26%
YTD	-29%

Huvudägare	Innehav (%)
MONTERRO 1 A AB	18%
HENRIK KVICK AB	10%
ALECTA PENSIONSFÖRSÄKRING	6%
FJÄRDE AP-FONDEN	5%
Swedbank Robur fonder	4%

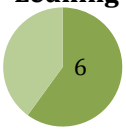
Ledning	
VD (tillförordnad)	Matthias Stadelmeyer
Ordförande	Peter Larsson
CFO	Tomas Ljunglöf

Avkastningspotential

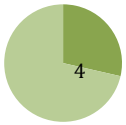
Lönsamhet



Ledning



Trygg placering



Nyckeltal - Värderingsmultiplar

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
P/E	-6,41	29,31	-29,43	-80,62	65,75	-21,57	21,94	15,32
EV/EBITDA	5,79	4,70	4,04	24,03	9,50	11,43	7,22	6,07
EV/EBIT	-9,26	17,30	9,56	482264	20,92	47,33	7,76	3,75
P/S	0,38	0,73	0,57	0,28	0,37	0,31	0,31	0,29
EV/Sales	0,32	0,65	0,47	0,21	0,25	0,19	0,17	0,10
P/BV	2,38	3,48	2,58	1,31	1,48	1,11	1,15	1,11
Räntetäckningsgrad	-4,62	8,63	9,05	1,33	6,89	0,99	4,40	5,87
FCF/EV			0,04	-0,05	-0,10	0,20	0,04	0,09
EV	973	1 606	1 215	482	492	351	314	204

Investment Thesis

Tradedoubler i turnaround
Tradedoubler är verksamma i en snabbväxande framtidsbransch men lider av negativ omsättningstillväxt och tvingas till årliga omstruktureringsprogram. Nyligen presenterat resultat för vanligtvis säsongsstarka kvartal 1 visar 19% negativ tillväxt och VD-byte. Tradedoublers utveckling har varit negativ sedan 2007, således en överhängande risk att bolagets utsikter aldrig kommer bli positiva igen. Negativ omsättningstillväxt och svag lönsamhet resulterar i stora nedskrivningar och negativa resultat. Vi ser stor risk för ytterligare nedskrivningar av goodwillposter under 2014 och 2015 och råder investerare att vara vaksamma i väntan på positiv utveckling.

Ny huvudägare medför aktieägarintresse
Den nya huvudägaren Monterro 1 AB finns sedan årsskiftet på ägarlistan. Ägarbilden har därmed gått från att bestå av fonder och institutionella ägare, till att bestå av IT-investmentbolag med imponerande trackrecord av framgångssagor med entreprenörskap, effektivitet och aktieägarvärde som högsta prioritet.

Nya ansikten i ledningen
Tillskottet av IT-entreprenörerna Henrik Kvick och Mernosh Saatchi i kombination med finanskonsulten Tomas Ljunglöf anses under uppdrag av nya huvudägaren skapa bra förutsättningar för att lyckas med en turnaround av Tradedoubler. Vi anser att marknaden har missförstått betydelsen av den förändrade ägar- och styrelsebilden i bolaget som i kombination med de nya ledarfigurerna som kommer återinföra entreprenörsanda, målmedvetenhet, kontaktnät och effektivitet i Tradedoubler. Ledningen har ännu mycket att bevisa.

Dold potential i Technology-segmentet?
Vi ser stora möjligheter i Tradedoublers verksamhetsområde Technology, en eventuellt dold marknad med potential som möjliggörs om företag börjar integrerar internetmarknadsföring i sina interna marknadsföringsavdelningar, istället för att outsourca tjänsten.

Kurs på rekordlåg nivå ger stor uppsida om omsättningstillväxten tar fart
Värdet och potentialen i verksamheten är historiskt bevisad av att Tradedoublerinnan och under 2007 växte med dubbla siffror. Tradedoublers aktiekurs var 191 SEK 2007, idag är aktiekursen 13,2 SEK. Bolaget tjänade under 5,37 SEK per aktie i förhållande till dagens 0,26 SEK per aktie. Finns således stor resultatmässig uppsida med ordentlig multipel-hävstång i en lyckad turnaround.

Sprängfylld kassa
Tradedoubler kommer enligt våra estimat ha en omfattande kassa redan vid utgången av 2014, efter att ha tillförts 250 miljoner kronor från ett obligationslån emitterat under 2013. TradeDoublers affärsmodell kräver en stor kassa, men det finns för tillfället överlikvider tillgängliga. Nettokassan motsvarar enligt senaste rapporten 33% av bolagets börsvärde eller 4,31 kronor per aktie. Kassan prognostiseras uppgå till 463 miljoner kronor vid utgången av 2014. Den officiella informationen kring vad likviderna kommer användas till är enligt pressreleaser; "… för att fullt ut kunna kapitalisera på nya och kommande möjligheter på marknaden". Det innebär en närliggande trigger hur Tradedoubler kommer investera – uppköp, extrautdelning, nytt segment – samtliga potentiella alternativt utgör kursdrivare.

Contrarian?
Vi ser en potential i verksamheten bortom de senaste årens negativa utveckling; marknaden växer snabbt, nyligen emitterrat obligationslån stärker finanserna och Tradedoublers nisch med fokus på mobila enheter tror vi står helt rätt i tiden. Potentialen i kärnverksamheten, med en underliggande marknadstillväxt på 3-7 % bevisas av tidigare uppnådd lönsamhet. Vi tror att de nya huvudägarna har mer planer för Tradedoubler och att de nya ansiktena i ledningen och i styrelsen har kompensen att lyckas stoppa omsättnings- och lönsamhetsblödningen i bolaget under 2015-2016. Långsiktiga prognoser kräver ett spekulativt antagande om en lyckad turnaround. Om Tradedoubler visar upp positiva tendenser och om nytillskotten i ledning, styrelse och ägarlistan lever upp till sin potential så motiveras en värdering i nivå med omsättningen, dvs. P/S 1.

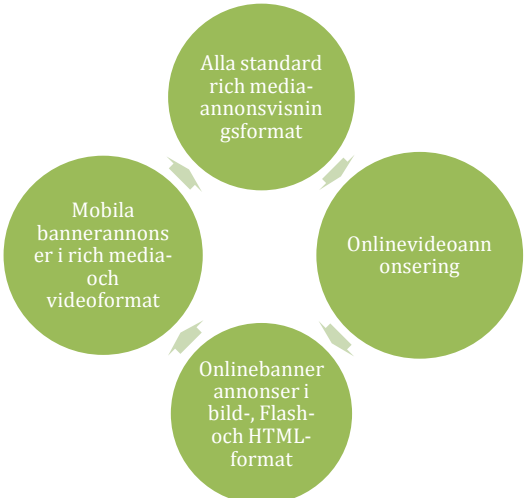
Varningsflagg höjs för att kostnaderna för årets omstruktureringsprogram ännu inte är tagna. Det finns anledning att tro att dagens låga värdering är motiverad och att Tradedoubler inte lyckas vända till positiv trend inom överskådlig framtid.

Bolagsbeskrivning

TradeDoubler är en nätannonseringsspecialist med ett nätverk av 2000 annonsörer och 140 000 publishers som tillsammans utgör ett s.k. affiliate-nätverk som når 75% av Europas e-handelskonsumenter. Bolagets slogan ”resultat ger betalt” syftar till att TradeDoubler tjänar pengar först när dem levererat ett kundinflöde till sina kunder, dvs. annonsörerna i affiliatenätverket. Bolagets omsättning 2013 på 2 miljarder SEK, indikerar att TradeDoubler är duktiga på vad dem gör samt att dem faktiskt genererar ökad försäljning och marknadsföring online åt sina kunder. Bolaget definierar sin kärnkompetens inom ”att förmedla annonser från annonsörer och medieby-råer till Publishers som driver webbplatser eller mobilapplikationer”. Detta innebär med andra ord att de genom sitt nätverk kopplar ihop annonsörer med Publisher för att optimera vinsten hos den aktuelle annonsören, där klick blir till pengar.

> *”TradeDoubler skapar resultat genom att förbättra kundernas digitala marknadsföring. Detta sker med vårt prestationsbaserade annonsnätverk och med våra verktyg och tjänster som hjälper annonsörer att få ut det mesta av sina kampanjer.”*

Geotargeting- och ratingteknikerna som Tradedoubler använder sig av ger förhållandevis enkla och snabba resultat för annonsören, vilket attraherar kunder. Exempel på hur tekniken fungerar är retargeting-metoden som ringar in både gamla och nya potentiella kunder genom att förstå sig på tidigare beteende hos kunden så som nyhetsbrev de prenumererar på samt vilka andra annonser konsumenten tenderar att fokusera på.



Andra metoder de använder sig av är:

- Geo-targeting - geografisk tillhörighet som ger lokala annonseringsmöjligheter,
- IP-targeting - ringar in företag i olika storlekar så fort de är anslutna till internet via Tradedoublers databas,
- IBA-targeting - en intresseprofil byggs upp som sedan används för att ringa in ex. fritidsintresse, samt
- OS- och webläsetargeting - ringar in vissa produktanvändare så annonsen kan riktas mot dem.

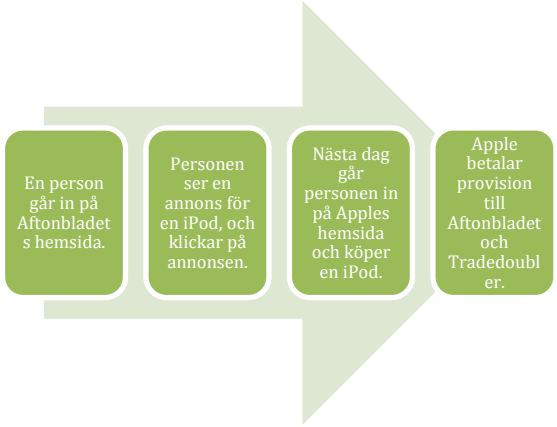
Dessutom så använder sig Tradedoubler ut av dynamiska optimeringsverktyg som kontinuerligt uppdaterar annonser så att de fungera på olika websidor med olika format. Allt detta för att kunder ska få ut så mycket som möjligt av digitala kampanjer.

Hur Tradedoubler tjänar pengar

Ersättning från annonsören till publishers - och till Tradedoubler - utgår endast när besökaren utför en viss aktivitet som exempelvis att klicka på en annons eller genomföra ett köp. De aktiviteter som avgör ersättningen är

- CPM (cost-per-1000 impressions),
- CPC (cost-per-click),
- CPL (cost-per-lead),
- CPA (cost-per-action).

Vilken eller vilka av dessa aktiviteter som ligger till grund för ersättningen bestäms från fall till fall. TradeDoublers system spårar de kundaktiviteter som en viss annonsering genererar för att beräkna ersättningen. Tradedoubler tjänar pengar på den trafik deras nätverk lyckas generera.



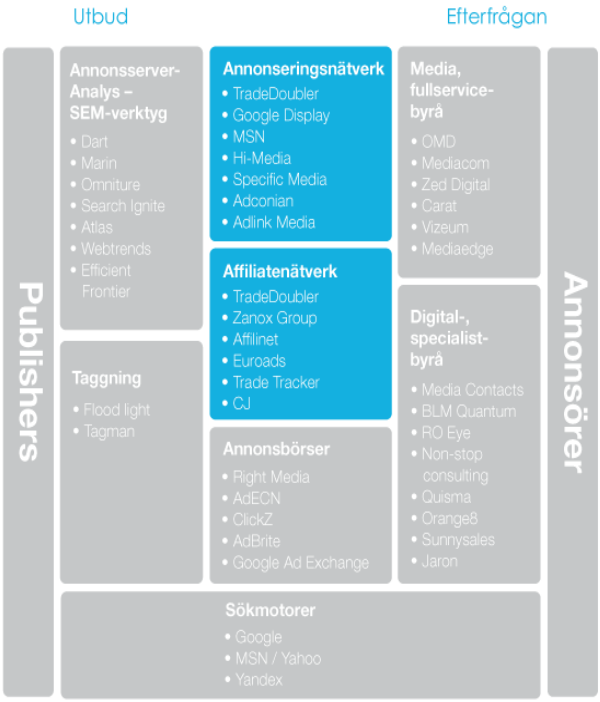
Marknadsstruktur och marknadsposition

Hög konkurrens och hög tillväxt
Marknaden för online-baserad marknadsföring är snabbväxande och präglas av hög konkurrens. Kunderna i branschen utgörs av annonsörer och publishers. Marknaden för annonsörers behov av att marknadsföra online (dvs. publishers inkomstkälla) ökar enligt prognoser från Forrester med 18 % per år. TradeDoublers huvudsakliga kundgrupp – annonsörer – har sin egen e-handel som huvudsaklig inkomst. Den marknaden prognostiseras enligt Forrester växa med 11 % per år. Det råder med andra ord inga tveksamheter om att TradeDoubler kunder upplever en enorm marknadstillväxt och därmed kan antas ha en hög betalningsvilja. Marknaden för prestationsbaserad marknadsföring upplever årliga tillväxtsiffror om 3-7% per år.

Tradedoubler mottog 2013 ett näthandelspris av IAB Europe för en banbrytande studie. Den ökade användningen av smartphones och suftplattor sätter TradeDoublers marknadsnisch helt rätt i tiden. Marknaden för mobilannonsering växer med 67 % per år. TradeDoubler anser deras egentillverkade teknik som möjliggör för dem att nå 75 % av Europas e-konsumenter är deras ”edge” mot konkurrenterna.

Konkurrenter – TradeDoubler har potential att ta marknadsandelar
De indirekta konkurrenterna till TradeDoubler är finansiellt starka megabolag som Google, TimeWarner och Microsoft. Vi har svårt att se hur TradeDoubler skall kunna konkurrera med dem. Dock så tål det upprepas att nämnda bolag är indirekta konkurrenter till TradeDoubler. Dem är inte verksamma i samma nisch av marknaden för internetmarknadsföring. TradeDoublers marknadsposition som ”intermediär” medför en överhängande risk för kraftig prispress i takt med att konkurrensen tilltar. Ett unikt affiliatenätverk bestående av 140 tusen publishers differentierar TradeDoubler från övriga tjänster så som Google AsSence etc. Marknaden förväntar sig även att efterfrågan på högkvalitativ och personligt anpassad internetmarknadsföring kommer öka snabbare än marknaden generellt framöver, vilket bör stärka Tradedoublers konkurrenssituation.

Technology– ett eget ”in house system”
En liten del av bruttoresultatet kommer från verksamhetsområdet Technology, där kunden (annonsör) betalar en start- och en licensavgift för att ”utnyttja TradeDoublers teknologi”. Kunden får tillgång till ett nätverk av 140 tusen publishers att sprida sina marknadsföringsaktiviteter över. Kunder kan även följa skräddarsydd statistik på effekterna av marknadsföringen. Affärsenheten Technology utgör ett mycket omfattande erbjudande och möjliggör för företag att på ett enkelt och smidigt sätt komma åt tusentals potentiella marknadsföringskanaler online, samt följa upp resultat. Plattformen är en molnbaserad produkt som fungerar på samma principer (SaaS) som Fortknox redovisningsverktyg, Facebook, Spotify, Netflix etc. Sammantagen innebär TradeDoublers tekniska plattform en möjlighet för eventuella kunder att sköta sin online-marknadsföring in-house, med tillgång till Tradedoubler unika affiliatenätverk. På så sätt förlorar kunden aldrig kontrollen över sin marknadsföringsplan men samtidigt kan de ta hjälp ut av TradeDoubler att anpassa verktygen till fördel för kampanjen.



Historik

Negativ tillväxt i en växande framtidsbransch

Bakgrundsinformation – Inbyggd hävstång
Under 2007 var TradeDoubler ett relativt ungt företag fortfarande styrt av grundarna med en stark entreprenörskänsla. TradeDoubler var mycket framgångsrikt och växte kraftigt. TradeDoublers aktiekurs var 191 kronor, idag är aktiekursen 13,2 kronor. Bolaget tjänade under 2007 5,37 kronor per aktie i förhållande till dagens 0,26 kr per aktie.

Bud på 215kr/aktien – vad hände?
Vi anser att budet 2007 från AOL var vågdelaren. Time-Warner ägda AOL lade under 2007 ett bud på 215 kr per TradeDoubler-aktie. Budet var en bit över marknadsvärde och ur ett objektivt perspektiv bör budet ha varit rimligt, nu i backspegeln var det minst sagt ett bra bud. Dock så ansåg inte Pensionsfonden Alecta, som då ägde 15 % av bolaget (nu 4,8 % efter försäljning till Monterro 1 A under 2013-2014) att det var tillräckligt bra och satte sig emot budet i samarbete med övriga institutionella aktörer på TradeDoublers ägarlista. Grundarna sålde sina andelar i TradeDoubler kort efter affären imploderat – och därmed lämnade, enligt vår hypotes, entreprenörskapet TradeDoubler. Bolaget har sedan dess styrts av Alecta och andra handlingsfattiga huvudägare, TradeDoubler har på många sätt famlat i mörker. Omsättningen började dala och marginalerna försämras, vilket tvingade ledningen att agera i form av omstruktureringar;

2011
Den dåvarande Vd:n, Urban Gillström, avvecklade den tidigare verksamheten för sökord. En tjänst liknande den som Google och Eniro.se bygger sin verksamhet på. Segmentet var förlustdrivande och TradeDoubler fick relativt bra betalt. Vi anser att det var ett bra strategiskt beslut att lämna en konkurrensintensiv marknad och nischa sig på marknadsföringssegmentet.

2012
Under augusti 2012 tillträdde TradeDoublers nya VD Rob Wilson. Ett ut av målen för den omstrukturering som inleddes under Q4 var att få kontroll över rörelsekostnaderna innan avskrivningar. Något som bedömdes vara genomfört under Q4 då rörelsekostnaderna låg på 39MSEK per månad.

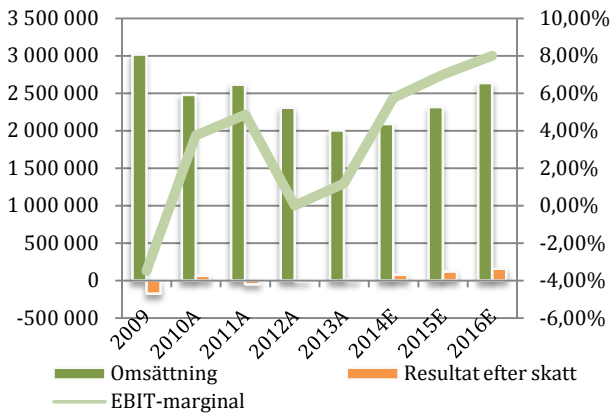
Nya mål sattes upp och under 2013 förväntades-rörelsekostnaderna före avskrivningar ligga på 35-37MSEK per månad. En uppskattning gjordes också gällande tillväxten under andra halvan av 2013 då man förväntade sig att ligga i linje med marknaden igen. Detta innebar att växa med 10 % per år i enlighet med online-annonseringen i Europa.

2013
Omstruktureringen innebar att all Nordisk verksamhet skulle drivas från Stockholm, att kontor och koncernfunktioner skulle effektiviseras, att all kampanjverksamhet är kopplat till affiliate verksamheten samt att administrativa funktioner skulle hanteras från Telford, England. De kostnadsbesparingar som förväntas genereras kommer först synas under Q3 & Q4 2014. Omstruktureringsprogrammet har inneburit totala kostnader om 32 MSEK varav 22MSEK är rörelsekostnader och 10 MSEK avskrivningar. Det övergripande kostnadsmålet med effektivisering är att TradeDoubler ska spara 55 MSEK per år. Långsiktiga mål sattes även upp för framtiden med ett mål på 5 % årlig ökning av omsättningen och en EBITAD/bruttoresultat som ska överskrida 20 % över en konjunkturcykel.

2014
Under första kvartalet av året har bolaget genomgått en förändring ledningsmässigt. Rob Wilson har tvingats lämna sin position som VD. Matthias Stadelmeyer har tillsats som tillförordnad Vd tills en ny VD är rekryterad. Ett av skälen bakom att Rob Wilson fick lämna sin position är att nettoomsättningen minskat med 16% under årets första månader. Nedgången av nettoomsättningen är en viktig uppgift för den blivande Vd:n att vända på. Tradedoubler tar med sig fördelarna av de omstruktureringar som genomförts under 2013 och beräknas fortsätta spara in på rörelsekostnaderna.

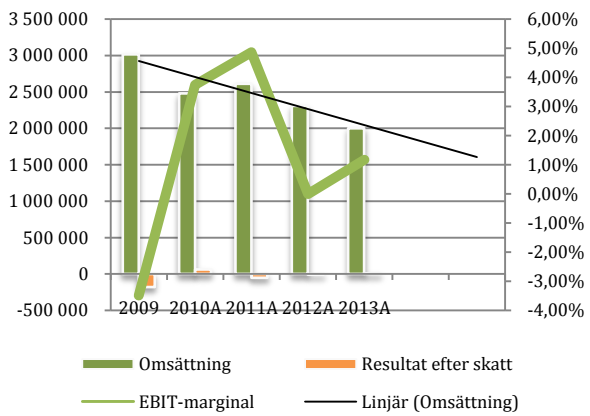
Bull-case

IT-marknaden mognar



Bear-case

Marknadsrisker



Vi ser att IT-marknaden mognar
Det är inte längre endast de stora företagen som sysslar med internetmarknadsföring. Förutsatt att marknaden fortsätter sin stabila tillväxt framöver så står TradeDoubler helt rätt i tiden. I ett bullcase kommer nytillskotten i styrelsen och ledningen i samspel med de nya ägarna lyckas få stopp på den negativa omsättningstrenden redan under 2014. Omstruktureringar 2012, 2013 samt 2014 kommer effektivisera verksamheten och förbättra marginalerna. Positiva signaler har redan kommit från f.d. VD Rob Wilson som under 2013 fick kontroll på rörelsekostnaderna. Omsättningstrenden är starkt negativ, men i ett bullcase ser vi 2014 som ett år av ”damagecontrol” med avkastning redan under efterföljande år. Efterföljande år kan marknadens mognad innebära ett ökat intresse för TradeDoubler nischade erbjudande, vilket motiverar en högre tillväxt än marknaden i snitt.

Technology kan vara en stor tillväxtdrivare
I ett bullcase kommer marknadsförändringen mot att internetmarknadsföring allt mer integreras i företags marknadsföringsavdelningar, istället för att outsourcas, gå snabbt. Segmentet Technology omsätter i dagsläget 67 miljoner kronor, i ett bullcase kommer försäljningen för verksamhetsområdet igång ordentligt under 2014-2016, vi en omsättningsprognos för segmentet 2016 på 120MSEK i grafen ovan.

Stor marknadsrisk
IT- och Mediabranschen är mycket snabbrörliga branscher. Ny teknik idag är inte nödvändigtvis modern imorgon. Vi anser därför att det finns en tydlig risk att det träder in nya konkurrenter på marknaden med en mer effektiv lösning på prestationsbaserad marknadsföring än TradeDoubler. Marknadsrisken och bolagsrisken är m.a.o. överhängande. Vidare utgör den negativa omsättningstrenden den största risken. I ett bearcase ser vi fortsatt negativ omsättningstillväxt. En fortsatt negativ omsättningstrend bör efterföljas av ytterligare omstruktureringsprogram och nedskrivningar av goodwilltillgångar, vilket kommer medföra kraftigt negativa resultat framöver.

Barriärer begränsar nedsidan
Det finns betydande konkurrenter till TradeDoubler, exempelvis Google, som skulle kunna etablera sig med samma nisch och med hjälp av överlägsna finansiella resurser konkurrera ut TradeDoubler. Dock, så ser vi att TradeDoubler, med sitt redan etablerade affiliatenätverk och avtalade kontrakt med nyckelkunder, har en betydande barriär kring sin verksamhet som vi tror i kombination med en specifik nisch begränsar riskerna en aning.

Hög sannolikhet för bearcase
Tradedoubler har haft en negativ utveckling sedan 2007 och inga tecken det finns ännu inga tecken på att något kommer förändras. Sannolikheten i ett bearcase där framtidsutsikterna aldrig kommer bli positiva är stor.

Ledning och styrelse

Styrelseordförande
Peter Larsson
Peter Larsson har tidigare erfarenheter som VD för EpiSurf Group och Protect Data. Han har även varit styrelseordförande för Pricer och IAR Systems.

Tillförordnad VD
Matthias Stadelmeyer
Mattias har rollen som tillförordnad VD tills en ny VD är rekryterad. Mattias arbetat på Tradedoubler sen 2007. Mattias har haft en chefsposition inom marknadsområdet DACH och varit vice chef inom både försäljning, strategi och technology.

CFO
Tomas Ljunglöf
Tomas Ljunglöf har tidigare varit CFO på ORC Group.

Styrelseledamot
Martin Henricsson
Styrelseledamot för AcadeMedia samt MecuriInternational Group. Martin har tidigare varit VD för TradeDoubler och är för närvarande VD för EPIserver Group.

Styrelseledamot
Martin Ahrend
Martin Ahrend arbetar som konsult inom e-handel och digital annonsering och har tidigare varit VD på bland annat Bink AB och di.se.

Styrelseledamot
MernoshSaatchi
IT entreprenör och en av Sveriges mest Frastående kvinnor. Hon blev uppmärksammad redan som 22 åring efter att ha startat kommunikationsbyrån HumbleStorm, med Telia och Microsoft m.fl. som kunder. År 2009 utsågs Meranos Sacchi till Årets entreprenör av Veckans Affärer och är utnämnd till en av Sveriges mäktigaste kvinnor.

Namn	Antal AK	Innehav/röster
MONTERRO 1 A AB	7 752 652	18,11%
HENRIK KVICK AB	4 287 902	10,02%
ALECTA PENSIONSFÖRSÄKRING	2 750 000	6,42%
FJÄRDE AP-FONDEN	1 956 727	4,57%
Swedbank Robur fonder	1 759 102	4,11%
FÖRSÄKRINGSAKTIEBOLAGET, AVANZA PENSION	1 520 776	3,55%
PSG SMALL CAP	1 500 472	3,51 %
UNIONEN	1 294 500	3,02 %
SOCIETE GENERALE PARIS	999 982	2,34%
SEB Investment Management	897 210	2,10%
Summa de 10 största ägarna (ägargrupperat)	24 719 323	57,75 %
Summa övriga ägare	18 088 126	42,25%
Summa 2013-12-30	42 807 126	100,00%

Ägarstruktur

Monterro 1 A AB är huvudägare i TradeDoubler (18,11%), dem köpte in sig till ett pris av 16,5kr/aktien. Ägarna till investmentbolaget är Thomas Bill, Lars Sveder och Peter Larsson, dem har mer än 20 år erfarenhet av att utveckla teknologi- och mjukvarubaserade bolag. ägarna har grundat, utvecklat och förvaltat bolag till ett värde av 7,5 miljarder. Dem har varit betydelsefulla huvudägare i Protect Data, Axiomatics (sysslar med auktoriserade systemskydd inom organisationer), Lundalogik och Orc Group. Bolaget har en stark kundbas inom Fortune 500 företag. Vi anser att Monterros inträde på TradeDoubler ägarlista är av stor betydelse. Teamet bakom Monterro har operativ och strategisk erfarenhet i kombination med en stark finansiell ställning.

Övriga större ägare i TradeDoubler är Henrik Kvick AB (10,02%). En av Sveriges mest framstående internetentreprenörer och miljonär sedan succén Svensk Internetrekrytering. Närvaron av stora fonder på ägande listan anses tillföra balans i aktien, minska free-floaten och även risken i kursfluktuationer. Vi förväntar oss att de två huvudägarna kommer öka sina ägarandelar framöver i takt med att turnarounden av Tradedoubler visar positiva signaler. Vi anser att det är ett mycket positivt ägarskifte från passiva institutioner till aktiva aktörer med aktieägarintresse. Institutionerna har fortfarande kvar en del ägande i TradeDoubler.

Finansiella Prognoser

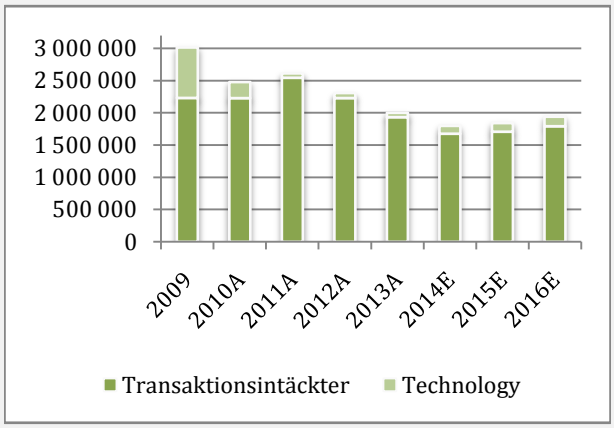
2014 förväntas bli ytterligare ett år negativ tillväxt

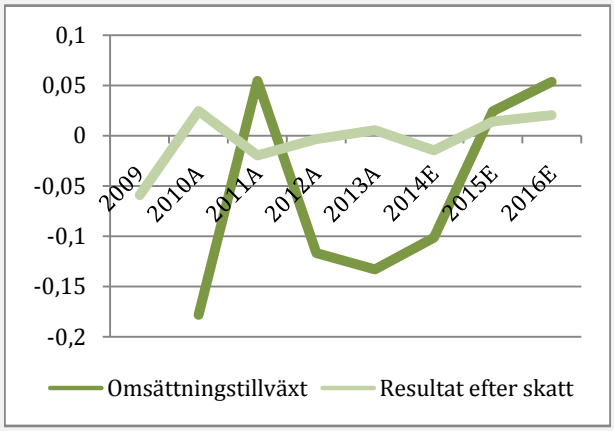
Vi ser effekter av tidigare omstruktureringar i form av en mindre kostnadskostym och finner ingen anledning att misstro att även årets omstruktureringar kommer ha tänkt effekt om besparingar motsvarande 55 MSEK per år. Omstruktureringarna ger full effekt på räkenskaperna under andra halvåret 2014 och belastar resultatet med totalt 32 MSEK.

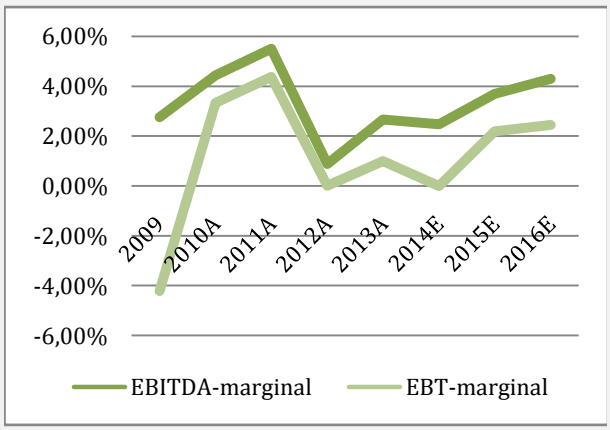
Första halvåret av 2014 prognostiseras bli ytterligare ett år av negativ omsättningstrend. Det första kvartalet, som vanligtvis är starkt säsongsmässigt på året var mycket dåligt 2014, med 18% negativ tillväxt. Under andra halvåret minskarkostnadskostymen ytterligare, som en konsekvens av omstruktureringar, dock så finns det inga tydliga indikatorer på att omsättningstrenden kommer vända. Vi prognostiserar en total omsättningstillväxt på (-) 10,1% för 2014. Sammantaget är 2014 och 2015 år av "damagecontrol", i syfte att stabilisera verksamheten och bygga en grund för att åter igen ta marknadsandelar i en snabbväxande marknad. Det finns anledning att vänta ytterligare goodwillnedskrivningar till dess att omsättningstillväxten är positiv. Resultatet 2014 är negativt som följd av omstrukturerings- och engångskostnader om 32 MSEK, justerat för dessa är resultatet positivt med 5,8 MSEK. Tradedoublers dryga 250 MSEK tillgängliga likvida medel efter emission av företagsobligation under slutet av 2013 kan motivera en bibehållen utdelning för 2014, men under rådande negativa press på balansräkning, som konsekvens av negativa resultat, tror vi inte att Tradedoubler kommer ge någon utdelning för 2014.

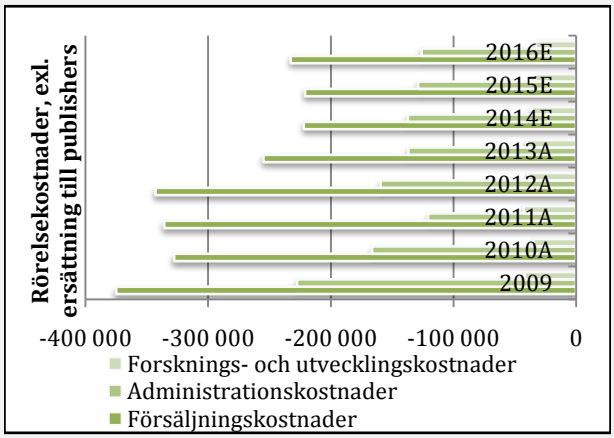
2015 och 2016 kommer vara avgörande

Vi anser TradeDoubler står inför en möjlig turnaround. Vi ser betydande potential i verksamheten, marknaden växer snabbt och TradeDoublers nisch som kvalitetsaktör med fokus på mobila enheter och in-houselösningar tror vi står helt rätt i tiden. Technology-segmentet bör kunna växa med dubbla siffror om försäljningen kommer igång. Vi är försiktiga och prognostiserar en försäljning inom segmentet om67,7 miljoner kronor under 2015 och 74,4 MSEK 2016. Nuvarande prenumeranter och användare av Technology plattformen är CDON, Bravofly m.fl. vilka kan anses vara s.k. early adapters. Vi ser stora möjligheter för tillväxt i seg-









mentet i takt med att marknaden mognar framöver. Technology kan vara en stor tillväxtdrivare för TradeDoubler under de kommande 3-5 åren och våra prognoser kan visa sig vara väldigt försiktiga. Vi ser att Tradedoubler har potential att vända den negativa omsättningstrenden med stöd från den underliggande marknadstillväxten om 3-7%.

Vi ser en omsättningstillväxt om 2,4 % 2015, med en vinst om 25,7 MSEK. TradeDoubler, som en nischad aktör, bör kunna ta marknadsandelar under 2016, förutsatt att omsättningen uppvisar positiva stabiliseringstendenser under 2015.En tillväxt om 5,3 % för 2016, prognostiseras bli en konsekvens av en kostnadseffektiv organisation, efter två kontinuerliga omstruktureringar, och nya tydliga direktiv från nya ägare och styrelse. TradeDoubler bör ha etablerat en positiv trend under 2016. Det faktum att TradeDoubler genomfört stora satsningar på mobila enheter tror vi kommer styrka bolagets position på marknaden.

Värdering

Resultaten de tre föregående åren speglar inte det egentliga värdet i TradeDoubler, men rabatt för risk av fortsatt negativa resultat är motiverad. Tidigare bevisad omsättning- och lönsamhetspotential finns fortfarande inneboende i affärsplanen, en potential som inte realiserats sedan 2007. Föregångna år kan inte anses motsvara normal intjäningsförmåga för Tradedoubler, omfattande år med negativa resultat varvade med vinstår om >60 MSEK gör det svårt att kalkylera normalintjäning för bolaget och värderingen har därför ett spekulativt antagande om att Tradedoublers vändning blir framgångsrik, i termer av stabiliserad tillväxt i enlighet med analysens prognoser.

Marknadsvärdering – Framtidssegment marknadstillväxt>64%

Tabellen nedan illustrerar den europeiska marknadspotentialen. Ingen information kring marknads storleken för prestationsbaserad marknadsföring finns tillgänglig, i syfte att illustrera marknadspotentialen har vi gjort en uppskattning om att 20% av den annonsering som sker online är på prestationsbaserad basis. Marknadsstorleken i Europa blir då 4,7 miljarder euro för 2013, vilket ger TradeDoubler en marknadsandel på 6,2%. Då vi anser att TradeDoubler, som världens största affiliatenätverk, bör ha potentialen att ta marknadsandelar framöver ser ett långsiktigt mål om 10%. Det indikerar en omsättning kring 472 miljoner euro, eller 4,3 miljarder SEK, som marknadsledande tillväxtbolag bör Tradedoubler värderas till P/S 1, värdering efter P/S 1 ger värdering av TradeDoubler på 4,3 miljarder SEK 2016 – dvs. 7 ggr dagens börsvärde (560 MSEK).

Relativvärdering indikerar lönsamhetspotential

Majoriteten av de direkta konkurrenterna till TradeDoubler är inte börsnoterade. Noterade konkurrenter utgörs av Oniva Online Group som är i processen av vikta sin verksamhet bort från internetmarknadsföring. Conversant är en amerikansk konkurrent till TradeDoubler som är verksamma inom samma nisch. Conversants marginaler om EBITDA 38,7%, EBIT 37,3% och nettomarginal om 17,8% indikerar potentialen i en lyckad vändning av Tradedoubler. Conversant värderas till P/S 2,5 och PE 16,2 för innevarande år, då Tradedoublers lönsamhet är underlägsen Conversant motiveras en premie gentemot Tradedoubler. Vidare kan Tradedoublers nuvarande intjäningsförmåga inte anses återspegla en normalvinst och därför ger en värdering av Tradedoubler efter multipeln P/E ett missvisande resultat. Tradedoubler värderas för närvarande till P/S 0,31, Conversants multipel 2,5 applicerad ger ett EV om 4,5 miljarder SEK för Tradedoubler. Vi anser att Tradedoubler bör hand-

Marknadstorlek och tillväxt

	Segment	Typ	Marknadsstorlek (A) MEUR	Marknadsstorlek (E) 2016-2017 MEUR	Årlig tillväxt
Kunder	Online	E-handel	196 000	297 000	**11%**
	Online	Nätbaserad annonsering	17 700	23 600	**18%**
	Mobila enheter	E-handel	2 700	19 200	**27%**
	Mobila enheter	Nätbaserad annonsering	1 300	9 200	**64%**
Bransch	Prestationsmarknadsföring				**3-7%**

Källa: Forrester

las med betydande rabatt gentemot sin konkurrent, men att tillväxtpotentialen (illustrerad under ”marknadsvärdering”) och lönsamhetspotentialen (illustrerad av Conversants höga marginaler) bör prissättas högre än nuvarande P/S 0,31. Om Tradedoublers vändning skulle bli lyckad i termer av en stabiliserad tillväxt ser vi P/S 1 motiverat för Tradedoubler på lång sikt, dvs. en fortsatt stor rabatt (60%) mot Conversant, men en uppsida om 243% från nuvarande kurs till motiverat värde per aktie om 45 SEK. Tradedoubler handlas för tillfället med 92% rabatt mot Conversant sett till P/S multipel, rabatten kommer minska om bolagets vändning blir framgångsrik.

Värdepotentialen i verksamhetsområdet Technology

Värdering av Technology-segmentet medför en del svårigheter. Peers som erbjuder produkter med liknande teknologi, s.k. ”SaaS-teknologi”, är Facebook, Netflix och Fortknox,varav samtligas produkter i princip har skapat nya marknader genom att revolutionera en sedan tidigare existerande marknad. Vi anser att marknaden för online-baserad marknadsföring börjar bli mogen för en liknande revolution. Med ett genombrott i försäljning av plattformen skulle omsättningen för segmentet (som idag endast är 64MSEK, eller 4% av TradeDoublers totala omsättning) öka märkvärt. I ett sådant scenario skulle en spin-off av verksamheten i ett nytt bolag kunna generera betydande värde för aktieägarna. Peers värderas till 2013 års EV/EBITDA 34. Tradedoubler Technology-segment värderat till samma multipel indikerar ett värde om 1 477 MSEK, för endast Technology-verksamheten. Vi anser att EV/sales är en bättre multipel för värdering av Technology då endast segmentets over-head-marginaler om 70% redovisas. Peers värderas till EV/sales 9. Skulle samma multipel appliceras på Technology skulle verksamheten värderas till 535 miljoner kronor, dvs. mer än TradeDoublers nuvarande börsvärde.

Peers

Bolag	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Net-marginal	ROE	ROA	PE2014	PE2015	P/EK	EV/Sales	EV/EBITDA	*Källa*
Adtraction	25,0%	3,6%	2,0%	73,0%	6,4%	-	-	-	-	-	*allabolag.se*
Adrecord	32,0%	2,8%	2,8%	15,9%	3,5%	-	-	-	-	-	*allabolag.se*
Oniva Online Group	32,1%	28,6%	39,0%	19,4%	14,9%	9,30	8,00	1,80	2,00	7,50	*Introduce.se*
Conversant INC	38,7%	37,3%	17,8%	18,7%	17,3%	16,20	14,40	2,50	2,50	6,71	*4-traders.com*
Medel	32,0%	18,1%	15,4%	31,7%	10,5%	12,75	11,20	2,15	2,25	7,11	
TradeDoubler	1,2%	1,2%	0,6%	2,3%	-1,8%	-21,57	21,94	1,11	0,19	29,14	*Värderingsmultiplar från Estimat 2014*

Multipelvärdering – Motiverat värde 33,7SEK/aktie

Tradedoublers historiska och framtida av- och nedskrivningar medför missvisande nettoresultat. För att justera för de jämförelsestörande posterna i värderingen används EV/EBITDA som värderingsmultipel. Tradedoublers omfattande kassa ger ett Enterprise Value på 380 MSEK i förhållande till börsvärdet om 565 MSEK, prognostiserad nettoskuld per aktie redovisas i tabellen nedan och är adderad på EBITDA*multipel för att generera en riktkurs mätt i Enterprise Value per aktie.

Förutsatt att Tradedoubler lyckas med en turnaround anser vi att verksamheten bör värderas till P/S 1, samtidigt anser vi fortsatt låga marginaler i verksamheten motiverar en rabatt. I en multipelvärdering använder vi därför ett vägt genomsnitt mellan multiplarna P/S 1 och EV/EBITDA 7, i syfte att värdera omsättningen och lönsamheten i verksamheten. Det ger oss en långsiktig riktkurs om 33,7 SEK/aktie baserat på prognoser för 2016.

Multipelvärdering

		2014	2015	2016
EV/EBITDA	3,00	8,12	10,63	14,29
	5,00	10,19	13,81	18,19
	7,00	12,27	17,00	22,09
	10,00	15,38	21,77	27,94

		2014	2015	2016
P/S	0,20	8,40	8,60	9,07
	0,40	16,80	17,21	18,13
	0,60	25,21	25,81	27,20
	1,00	42,01	43,02	45,33

	2014	2015	2016
Nettoskuld per aktie	-5,01	-5,85	-8,45
Löpande (prognostiserad) EV/EBIT på kurs 13,2 SEK	*11,43*	*7,22*	*6,07*

	2014	2015	2016
Löpande (prognostiserad) P/S på kurs 13,2 SEK	*0,19*	*0,17*	*0,10*

Rekommendation

Behåll och bevaka

Tradedoublers utveckling har varit negativ sedan 2007, således en överhängande risk att bolagets utsikter aldrig kommer bli positiva igen. Negativ omsättningstillväxt och svag lönsamhet resulterar i stora nedskrivningar och negativa resultat. Vi prognostiserar ytterligare nedskrivningar av goodwillposter under 2014 och 2015 och råder investerare att vara vaksamma i väntan på positiv utveckling.

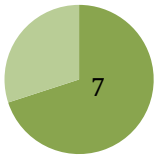
Potentialen vid lyckad turnaround motiverar bevaka. Dagens kurs på 13,2 kronor per aktie, varav 4,31 kronor är kassa, är billigt för ett bolag med TradeDoublers historiskt bevisade potential. Det är med andra ord läge för en s.k. ”Contrarian” att ta position i TradeDoubler. Stora köp av Henrik Kvick och Monterro 1 på nuvarande nivåer avslöjar att det egentliga värdet i bolaget är betydligt högre än vad dagens aktiekurs speglar, 96% rabatt mot amerikansk konkurrent bekräftar.

Vi ser närliggande kurspotential i hur ledningen beslutar investera den stora kassan, efter det nyligen upptagna obligationslånet. På lång sikt förutsätter en prognos ett spekulativt antagande om en lyckad turnaround. Om Tradedoubler visar upp positiva tendenser och om nytillskotten i ledning, styrelse och ägarlistan lever upp till sin potential så motiveras en värdering i nivå med omsättningen, dvs. P/S 1.

Varningsflagg höjs för att kostnaderna för årets omstruktureringsprogram ännu inte är tagna. Det finns anledning att tro att dagens låga värdering är motiverad och att Tradedoubler inte lyckas vända till positiv trend inom överskådlig framtid.

Disclosure:
Jens Edholm – äger inte aktier i TradeDoubler
Matilda Rist– äger inte aktier i TradeDoubler

Avkastningspotential



Avkasningspotential – 7 poäng

En hög marknadstillväxt i sampel med strategiskt intressant nisch på marknaden mot tillväxtsegmenten premiumerbjudanden och mobilenheter öppnar för en tillväxt över marknadens genomsnitt framöver. Bolagets egna mål är 5% per år, vilket är i nivå med marknaden som helhet.

Lönsamhet

Lönsamhet – 5 poäng

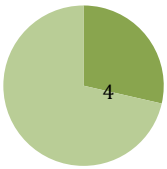
Lönsamheten i TradeDoubler är på relativt låga nivåer. Några historiskt närliggande förlustkvartal gör att vi sänker betyget en aning. Dock utgör EBIT-marginalen i verksamhetssegmentet Technology ett starkt plus för den övergripande lönsamheten i bolaget. Vi räknar med att de omstruktureringar och marginalstärkande åtgärder som tagits under 2012/2013 samt kommer tas under första halvåret 2014 kommer ge effekter framöver.

Ledning

Ledning – 6 poäng

Vi anser att ledningen i bolaget har mycket kvar att bevisa innan ett högre betyg kan motiveras. Vi ser omfattande kompetenser i ledningen. Dem har genomfört effektiviserande åtgärder under två kontinuerliga år – nu är det skördetid och de kommande två åren kommer visa om ledningen är bull eller bear för Tradedoubler som case. Vi ger pluspoäng för den nytillträdde CFO: Tomas Ljunglöf. Ägarstrukturen i TradeDoubler är en av de främsta anledningarna att intressera sig av bolaget. De nya ägarna är bevisligen mycket kompetenta, de medför en välbehövlig entreprenörsanda och har ett uttalat aktieägarintresse. Brasklapp ges för att VD Rob Wilson fått lämna Tradedoubler efter att ha lyckats bra med kostnadsbesparingar, men misslyckats med att öka tillväxten – vilket är Tradedoubler första prioritet. Då vi ännu inte vet vem den nya VD:n är förtjänar Tradedoubler ett relativt lågt betyg.

Trygg placering



Trygg placering – 4 poäng

IT- och media branschen är mycket snabbrörliga med nya tekniska lösningar som snabbt kan konkurrera ut andra aktörer på marknaden. Det är en risk som TradeDoubler alltid kommer ha. Vidare utgör den negativa trenden i omsättningen ett lägre motiverat betyg för trygg placering. Dock så anser vi Tradedoubler unika affiliatenätverk av 140 tusen publishers utgöra en bra barriär för konkurrenter på marknaden. Affiliatenätverket kommer ge Tradedoubler en specifik position på marknaden även framöver, vilket motiverar ett högre betyg för trygg placering än IT/media branschen i övrigt.

SWOT

Styrkor TradeDoublers styrkor ligger delvis i att de under mer än 10 år byggt upp en stor kunskap inom prestationsbaserad marknadsföring i Europa. Deras framgång har också lett till att det är det största affiliatenätverket i Europa med många välkända kunder anslutna.

Svagheter TradeDoubler har under de senast året dragit på sig en del svagheter. Idag är de värderat till en rekordlåg nivå på 13,2 kr per aktie. En omstrukturering har inletts och kostar fortfarande pengar, denna investering bör börja generera pengar under 2014. Vd:n Rob Wilson har avgått och bolaget har nu tillförordnad VD. En negativ nettoomsättning har under kvartal ett 2014 uppmätts.

Möjligheter En stor möjlighet är att Monterro1 har gått in som ny huvudägare. Dessutom kommer ett styrelsemedlemsskifte ske under 2014 vilket ger TradeDoubler ny kunskap och expertis- samt entreprenörsanda som TradeDoubler under en tid saknat.

En annan möjlighet är att det finns en dold potential för Technology-segmentet. Detta i kombination med att TradeDoubler tidigare har visat att de är bra på att ta fram bra erbjudande indikera på att de kan göra det igen. Det finns också möjlighet att ta marknadsandelar inom prestationsmarknadsföring eftersom E-handeln förutspås öka med 11 % per år.

Hot Ett hot är IT-branschen ändrar sig i rekordsnabb fart. En organisation redo för snabba förändringar krävs därför. Eventuella nya uppstickare på marknaden måste observeras då om ökad konkurrens uppstår kommer även en prispress inträffar. Signalerna bolaget sänder ut på marknaden med en avskedad VD och ouppfyllda mål under kvartal ett hotar bolagets marknadsförtroende. En snabb vändning krävs.

SWOT

Styrkor

- Lång erfarenhet i branschen
- Största affiliatenätverket i Europa

Svagheter

- Aktiepris på låg nivå, 17,30kr
- Kostsam omstrukturering pågår
- Vd:n Rob Wilson har tvingats avgå
- Negativ nettoomsättning under kvartal ett

Möjligheter

- Ny ägare, Monterro 1 A
- Nya styrelsemedlemmar
- Technology, dolt potential
- Ta marknadsandelar i prestationsmarknadsföring

Hot

- Branschen ändras snabbt
- Nya konkurrenter -> Prispress
- Signalerar svaghet till marknaden

Nyckeltal - Bolagets performance

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Omsättningstillväxt	0%	-18%	5%	-12%	-13%	-10%	2%	5%
Bruttomarginal	23%	25%	24%	23%	23%	23%	23%	23%
EBITDA-marginal	3%	4%	6%	1%	3%	2%	4%	4%
EBIT-marginal	-3%	4%	5%	0%	1%	0%	2%	3%
Nettomarginal	-6%	2%	-2%	0%	1%	-1%	1%	2%
ROA	-10%	5%	6%	-1%	1%	-2%	2%	2%
ROE	-37%	12%	-9%	-2%	2%	-5%	5%	7%
ROCE	-15%	14%	18%	0%	3%	0%	4%	6%
Soliditet	28%	37%	41%	41%	35%	37%	35%	33%
Kapitalets omsättningshastighet	1,75	1,75	1,82	1,94	1,36	1,22	1,25	1,27

Nyckeltal - Värderingsmultiplar

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
P/E	-6,41	29,31	-29,43	-80,62	65,75	-21,57	21,94	15,32
EV/EBITDA	5,79	4,70	4,04	24,03	9,50	11,43	7,22	6,07
EV/EBIT	-9,26	17,30	9,56	482264	20,92	47,33	7,76	3,75
P/S	0,38	0,73	0,57	0,28	0,37	0,31	0,31	0,29
EV/Sales	0,32	0,65	0,47	0,21	0,25	0,19	0,17	0,10
P/BV	2,38	3,48	2,58	1,31	1,48	1,11	1,15	1,11
Räntetäckningsgrad	-4,62	8,63	9,05	1,33	6,89	0,99	4,40	5,87
FCF/EV			0,04	-0,05	-0,10	0,20	0,04	0,09
EV	973	1 606	1 215	482	492	351	314	204

Resultaträkning

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Omsättning	3 014	2 478	2 613	2 308	2 001	1 798	1 842	1 941
Rörelsekostnader	-2 969	-2 385	-2 486	-2 308	-1 978	-1 781	-1 801	-1 886
EBITDA	83	110	144	20	53	44	68	83
Avskrivningar	-150	0	0	0	0,0	-10,0	0,0	0,0
EBIT	-105	93	127	0	24	7	41	54
Finansnetto	-22,0	-10,0	-12,7	0,3	-3,4	-7,5	-7,3	-6,7
EBT	-127	83	114	0	20	0	33	48
Skatt	-51,5	-10,0	-22,2	-10,5	-8,7	-4,1	-7,5	-10,7
Nettoresultat	-178	73	92	-10	11	-26	26	37
Omsättningstillväxt YoY		**-18%**	**5%**	**-12%**	**-13%**	**-10%**	**2%**	**5%**

Balansräkning

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Eget kapital	481	517	581	488	507	507	492	507
Totala tillgångar	1 726	1 416	1 437	1 190	1 469	1 391	1 427	1 538
Nettoskuld	-171	-192	-283	-160	-257	-214	-251	-362
Kassa och bank	437	210	291	164	305	464	500	611
Sysselsatt kapital	874	583	619	515	778	699	719	792
Rörelsekapital	24	67	150	36	283	222	244	325
Soliditet	28%	37%	41%	41%	35%	37%	35%	33%

Kassaflöde

MSEK	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Operativt CF exkl. förändr. rörelse-kap.	46	94	116	35	64	17	54	66
Förändring av rörelsekapital	19	-100	8	-50	62	220	13	31
CF löpande verksamheten	65	-6	124	-15	126	237	67	97
CF investeringsverksamheten	-14	-9	-56	-41	-235	-29	-26	-23
Fritt kassaflöde	51	-15	68	-56	-109	208	41	74
CF finansieringsverksamheten	256	-199	0	-64	239	-11	0	-11
Nettokassaflöde	307	-214	68	-120	129	197	41	63