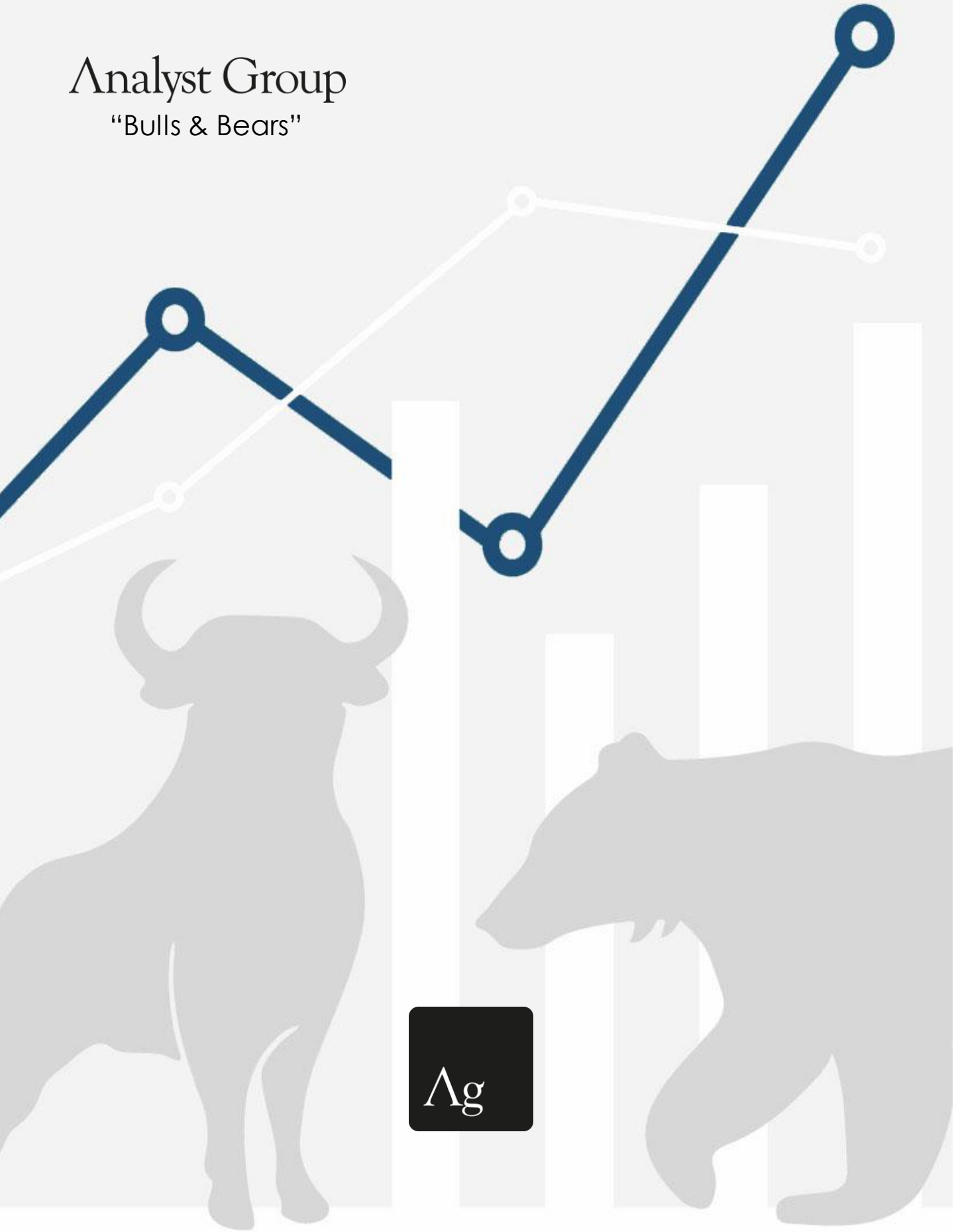


Analyst Group

“Bulls & Bears”



Om Bulls & Bears

AG Bulls & Bears är ett helt nytt koncept från Analyst Group. I AG Bulls & Bears ger vi våra läsare möjligheten att ta till sig våra analytikers mest framstående investeringsidéer inom småbolags-världen. Investeringsidéerna består av en sidas grundläggande analys, där våra analytiker redogör 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

Duroc Group	Sid 3
Alcadon Group	Sid 4
Net Gaming	Sid 5
AG "Bull picks"	Sid 6
AG "Bear picks"	Sid 7
Disclaimer	Sid 8

Rating	Bolag	Sammanfattning
 3	Duroc	Duroc AB ökade sin årliga omsättning med ca 440 % januari genom ett omvänt förvärv av Peter Gyllenhammar-ägda IFG. Duroc blev efter förvärvet en världsledande producent av polypropylenbaserade fibrer men handlas trots det till EV/EBITDA 6,7x på 2017e enligt AG:s estimat. Med 80 % ägande av Peter Gyllenhammar, finansiell styrka för ytterligare förvärv och potentiella marginalsynergier ser 2017 spännande ut för Duroc AB.
 1	Alcadon	Alcadon erbjuder exponering mot underliggande marknadstillväxt om 14.4 % CAGR fram till 2020. På 2017 års estimat värderas bolaget till EV/EBITDA om 12.9. Med en target-multipel om 14.6 finns en indikerad uppsida om 13.1 % under 2017. Nyligen förvärvades DataConnect till EV/EBITDA 5.1 vilket kraftigt understiger Alcadons värdering på rullande tolv månader om EV/EBITDA 20. Alcadons ledning har gedigen tidigare erfarenhet från investment-banking, IT-sektorn samt investmentbolag. Potentiella förvärv framgent kan ses som en trigger i aktien.
 2	Net Gaming	Onlinepoker befinner sig i en nedåtgående trend, vilket även indikeras genom stagnerande besöksriffer för Net Gamings största annons-sida, Pokerlistings.com. Gentemot Catena Media, som är en relevant konkurrent, finns en potentiell uppsida med en estimerad P/E om 11,4x vid nuvarande inlösen av Net Gamings andel av konvertibellånet och EV/EBT om 12,8x. Att inneha större annonssidor med fokus på online-casino är även en nyckel till organisk tillväxt inom annonsnätverksverksamheten. Detta bör ske genom förvärv eller skapande av nya framgångsrika annonssidor och är en potentiell trigger.

Ratingsystem

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång



Duroc AB

AG-view

Duroc AB ökade sin årliga omsättning med ca 440 % januari genom ett omvänt förvärv av Peter Gyllenhammar-ägda IFG. Duroc blev efter förvärvet en världsledande producent av polypropylenbaserade fibrer men handlas trots det till EV/EBITDA 6,7x på 2017e enligt AG:s estimat. Med 80 % ägande av Peter Gyllenhammar, finansiell styrka för ytterligare förvärv och potentiella marginalsynergier ser 2017 spännande ut för Duroc AB.



3

Duroc är ett bolag verksamt inom industri (ca 9 % av omsättningen) och industrihandel (ca 91 %). Segmentet industri består av, produktion, bearbetning och underhåll av industriprodukter och konstruktionslösningar. Industri-handel består av, handel med verktygsmaskiner, automationslösningar till industri och service och support till kunder.

Omvänt förvärv av International Fibers Group fyrdubblade storleken. Januari 2017 aviserades ett omvänt förvärv av industrihandelskonglomeratet International Fibers Group (IFG). Den nya koncernen omsatte 2016 drygt 2,2 mdSEK med en EBITDA-marginal om ca 6,2 %, av vilket "gamla" Duroc stod för ca 0,4 mdSEK, med en EBITDA-marginal motsvarande 5,7 %.

Ny ägarstruktur innebär 80 % majoritetsägare i PGAB. För att finansiera förvärvet genomfördes en apportemission till IFG:s tidigare ägare, PGAB, som i sin tur ägs av industriprofilen Peter Gyllenhammar. Emissionen omfattade ca 31 miljoner nya aktier, vilket innebar att Duroc efter det omvända förvärvet till ca 80 % ägdes av PGAB. Peter Gyllenhammar och PGAB tar rollen som långsiktig och aktiv ägare i bolaget, vilket baserat på goda framgångar i det förflutna kan anses som positivt.

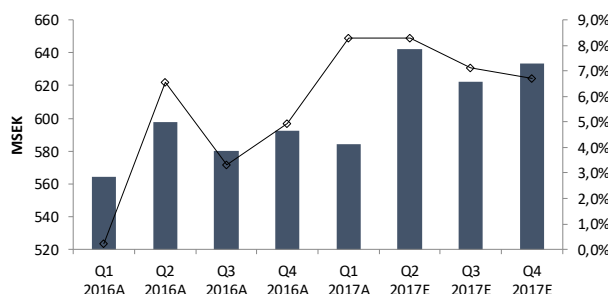
Som näst största ägare återfinns investmentbolaget Traction AB, med innehav i bland annat Nilörngruppen och BE Group. Tillsammans med PGAB äger de drygt 90 % av Duroc vilket ger en relativt låg free float. Detta kan verka både för och mot bolaget givet aktuellt sentiment i aktien.

Värdering EV/EBITDA 5,9x 2017e indikerar uppsida om 83 %. På grund av en skakig historik gällande lönsamhet och tillväxt handlas Duroc till en rabatt gentemot såväl börsen som peers.

Bolaget har i dagsläget en stark balansräkning med eget kapital om 50 % av bolagets marknadsvärde och en nettokassa om ca 43 MSEK. Givet kommande investeringar i kapacitetsökningar om 20 MSEK, en något konservativ tillväxttakt inklusive förvärv om ca 7 % samt en EBITDA-marginal för 2017 om ca 8 % ges ett EV/EBITDA 6,7x på 2017e. Det kan ställas i förhållande till ett historisk 4-års snitt om 10,8x, vilket indikerar en uppsida om ca 60 % på 9 månaders sikt.

Risk består i bokföring och konjunktur- och säsongs-känslighet. I och med ett omfattande och bokförings-mässigt komplicerat förvärv, kan viss transparens saknas. Konsoliderad framtida lönsamhet och tillväxt kan tes som någorlunda osäker, givet en stor förändring i bolagets storlek. Samtidigt är bolaget efter förvärvet en av världens största producenter av polypropylenbaserade fibrer till industrin, vilket är en mogen marknad och präglas därmed av en generellt låg tillväxttakt. Vidare bör säsongsvariation tas i hänsyn, då hisotriskt Q1 och Q4 varit markant sämre kvartal såväl till lönsamhet som till organisk tillväxt.

Med goda förutsättningar för organisk och förvärvsdriven tillväxt ser 2017 spännande ut. Med en fortsatt produktutveckling och produktlansering, samt en underliggande efterfrågan driven av bland annat en stark möbelindustri i USA ser förutsättningarna till organisk tillväxt goda ut. Vidare finns de finansiella musklerna till förvärv, där tillägsförvärv inom fibertillverkning bör vara av särskilt intresse. Även om bolaget väljer att fokusera på en fortsatt decentraliserad organisation och inte koncengemensamma synergier, kan viss lönsamhets-förbättring tänkas ske i och med en bredare exponering inom bilsektorn.



Notera: Omsättningen Q1 2017 är något högre än redovisat. För ytterligare info se bolagets egna rapportering.
 * Omsättningen är konsoliderad inklusive Duroc och IFG (exklusive avvecklade verksamheter)
 ** EBITDA-marginalen under 2016 är för enbart Duroc och för hela koncernen under 2017

Ägarförteckning		Värdering	
Peter Gyllenhammar AB	79,49 %	EV 17e (MSEK)	1272
AB Traction	9,81 %	EBITDA 17e	188,6
Niveau Holding AB	2,49 %	EV/EBITDA 17e	6,74x
Naeco AB	1,64 %	Historiskt 4-årssnitt	10,8x
Övriga	6,57 %	Uppside	60 %



Alcadon Group

AG-view

Alcadon erbjuder exponering mot underliggande marknadstillväxt om 14.4 % CAGR fram till 2020. På 2017 års estimat värderas bolaget till EV/EBITDA om 12.9. Med en target-multipel om 14.6 finns en indikerad uppsida om 13.1 % under 2017. Nyligen förvärvades DataConnect till EV/EBITDA 5.1 vilket kraftigt understiger Alcadons värdering på rullande tolv månader om EV/EBITDA 20. Alcadons ledning har gedigen tidigare erfarenhet från investment-banking, IT-sektorn samt investmentbolag. Potentiella förvärv framgent kan ses som en trigger i aktien.



1

Alcadon Group levererar produkter inom data- och telekommunikation. Bolaget är primärt aktiva i Sverige och Norge, där Sverige utgör cirka 84 % av bolagets försäljning. Alcadon säljer nätverksprodukter från kända varumärken och från de egna varumärkena ECS och DC-design. 2016 stod dessa för 38 % av omsättningen.

Stark underliggande marknadstillväxt om 14,4 % CAGR fram till 2020E. Marknadspositioneringen medför primärt två tillväxt drivande faktorer, tillväxt i antalet fiberhushåll och investeringar från nätoperörer. Regeringens har ett bredbandsmål om att 90 % av Sveriges hushåll och företag ska ha tillgång till höghastighetsbredband. 2015 uppgick andelen fiberanslutna hushåll till 46 %. För att bredbandsmålet ska uppnås krävs en CAGR om 14.4 % fram till 2020E. Bredbandsutbyggnaden medför att investeringar från nätoperörer uppskattas till 7-10 mdSEK per år. Marknaden kännetecknas av hög konkurrens vilket pressar bruttomarginalen. Däremot leder Alcadons höga tillväxt till skalfördelar i dess logistiklösning, vilket neutraliserar förändringar i EBITDA-marginalen.

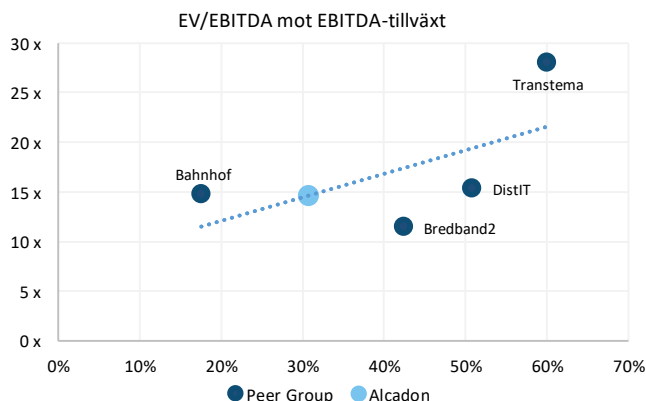
2017 förvärvade Alcadon DataConnect till EV/EBITDA 5.1. 2016 omsatte DataConnect 159 MSEK med ett EBITDA om 12.4 MSEK. Alcadon värderas idag till EV/EBITDA 23.1, vilket medför multipelarbiterage. Ledningen har en uttalad strategi om att fortsätta leta förvärv under 2017. Bolaget har stärkt balansräkningen från en soliditet om 19 % till dagens 30 %, vilket ökar möjligheterna till förvärv under 2017. Om Alcadon kan fortsätta förvärva till multiplar i enlighet med DataConnect finns potential för framtida multipelarbiterage och värdeskapande förvärv.

Alcadon drivs av en ledning med gedigen erfarenhet. Styrelseordförande Jonas Mårtensson har erfarenhet från flertalet investmentbanker, vilket stärker bolagets möjligheter till effektiv kapitalanskaffning och kompetens vid förvärv framgent. Pierre Fors har varit VD i Alcadon sen 2002 och har tidigare erfarenhet från Telia. Vidare har styrelseledamot Stefan Charette tidigare erfarenhet som VD för bland annat Investment Öresund AB och Creades AB, samt äger 9.8 % av aktierna i Alcadon. Under 2017 har personer i ledningsställning (netto) köpt 591 000 aktier, vilket ingjuter förtroende för en stark utveckling framgent. Totalt uppgår insynsägandet till 26,1 %.

Värderas till EV/EBITDA 12.9 på 2017 E. I ett bull-scenario estimeras bolagets omsättning växa med 27 %. I januari 2017 förvärvades DataConnect som omsatte lite drygt 159 MSEK under 2016. Vidare tecknade Alcadon under januari ett avtal om leverans av bredbandsmaterial som uppgår till ett värde om cirka 75 MSEK. Utöver förvärvets bidrag till omsättningen och den inkomna ordern estimeras bolagets omsättning växa med 10 %. Till följd av viss prispress i branschen antas bolaget inte kunna minska kostnader som andel av omsättningen och estimeras därför uppnå en EBITDA-marginal om 11 %. Detta resulterar i en EV/EBITDA multipel om 12.9 på 2017 års estimat.

Targetmultipeln EV/EBITDA 14.6 för 2017 estimeras med en multipelregression. Med en relevant peer group sätter regressionen konkurrenters värdering på R12 M i relation till dess estimat för 2017. Modellen uppskattar grovt att Alcadon bör värderas till EV/EBITDA 14.6 under 2017. På 2017 års estimat värderas Alcadon till EV/EBITDA 12.9 vilket ger en uppsida om 13.1 % 2017.

MSEK	2016 FY A	2016 FY A (Pro forma)	2017 FY E
Nettoomsättning	285.1	444.0	563.4
Tillväxt (Y/Y)	N/A	N/A	26.9 %
Rörelsekostnader	363.9	396.6	501.4
% av omsättning	88 %	89 %	89 %
EBITDA	35.0	47.4	62.0
EBITDA-%	8.5 %	10.7 %	11.0 %
EV/EBITDA	23.1 x	17.1 x	12.9 x



Net Gaming

AG-view

Onlinepoker befinner sig i en nedåtgående trend, vilket även indikeras genom stagnerande besöksiffror för Net Gamings största annons-sida, Pokerlistings.com. Gentemot Catena Media, som är en relevant konkurrent, finns en potentiell uppsida med en estimerad P/E om 11,4x vid nuvarande inlösen av Net Gamings andel av konvertibellånet och EV/EBT om 12,8x. Att inneha större annonssidor med fokus på online-casino är även en nyckel till organisk tillväxt inom annonsnätverksverksamheten. Detta bör ske genom förvärv eller skapande av nya framgångsrika annonssidor och är en potentiell trigger.



2

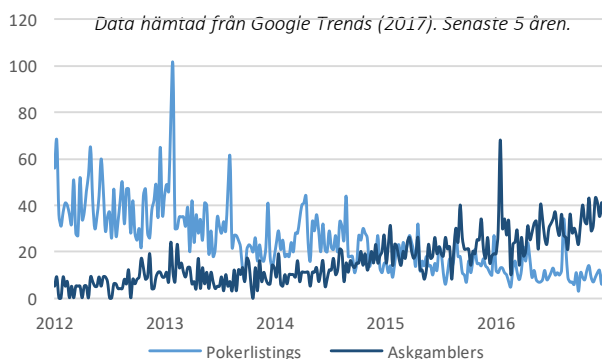
Net Gaming är ett bolag med ett annonsnätverk som står för 90 % av omsättningen och en spelverksamhet som står för resterande andel av omsättningen (Pokerloco och Casinoloco).

Förvärvet av Highlight Media innebär att Net Gaming positionerar sig i annonsnätverksbranschen och därtill gynnas bolaget av branschens nuvarande kännetecken, hög lönsamhet. Detta innebär att bolagets grund cementeras i form av ett starkt kassaflöde i Net Gaming. Fortsatta förvärv är därför förväntat inom annonssegmentet för att erhålla ytterligare marknadsdelar och strukturell tillväxt. Dessutom, om förvärven sker till multiplar i enlighet med HLM är, Net Gaming välpositionerat för framtida tillväxt. Omsättningen under 2017e kännetecknas av synergi-effekter. Mot bakgrund av detta estimeras en organisk tillväxt i spelverksamheten om 273 % (15,4 MSEK för 2017e) samtidigt som annonsverksamheten förväntas nå en omsättningstillväxt om 8,9 %. Det är tydligt att ytterligare förvärv kan förstärka synergieffekten.

Net Gaming siktar på att växa genom geografisk expansion. Deras fyra största kunder är Mr Green, Betsafe, 888 Poker och 21 Nova. Alla dessa bolag genererar huvudsakligen intäkter från Europa, vilket ger utrymme för Net Gaming att penetrera ännu en marknad: Asien. EGBA presenterade en rapport (2015) om den globala online-bettingmarknaden där Asien hade marknadsandelar om 30,3 %.

Den underliggande faktorn – onlinecasino. En av Net Gamings större annonssidor är pokerlistings.com som har domäner i Sverige, Danmark och Nederländerna. I jämförelse med konkurrentens (Catena Media) större annonssidor (freespins.se och askgamblers.com) verkar pokerlistings ha en nedåtgående trend i besöksiffror enligt Google Trends (se graf under).

Y-axeln anger sökintresse i förhållande till den högsta siffran i diagrammet. Värdet 100 anger högsta intresse för sökförfrågan, 50 anger att den är hälften så populär och 0 innebär att söktermen var mindre än 1 % så populär som där den var som populärast.



Utifrån detta och pokerns minskade popularitet är det väsentligt för Net Gaming att etablera sig med ytterligare annonssidor med fokus på onlinecasino. En potentiell trigger skulle vara ett förvärv av ett bolag med lead-genereringshemsidor* som verkar i Asien alternativt ytterligare förvärv av bolag med fokus på prestationsbaserad marknadsföring inom onlinecasino. Detta ger en ökad kundbas som verkar inom det relevanta geografiska området, vilket är Europa och Asien.

Annonsnätverkets intäktsmodell. Intäktsmodellen består av två olika modeller, CPA (click per action) och procentsats per spelares omsättning. Det senare alternativet har även potential för att ge återkommande intäkter.

Konvertibellånen har en märkbar effekt på EBT. Tabellen under beskriver Net Gamings del av konvertibellånen (70 MSEK) och dess påverkan på EBT. Net Gaming finansierade uppköpet av Highlight Media med 140 MSEK i konvertibellån och 200 MSEK i obligationslån. Detta ger en årlig räntekostnad om 38,85 MSEK om ingen inlösen sker.

2017e	12 % Inlösen (Nuvarande)	50 % Inlösen	100 % Inlösen
EBT (MSEK)	72,8	78,6	85,3
EV/EBT	12,8x	12,5x	12,3x

I jämförelse med Catena Media, som är ett bolag med fokus på prestationsbaserad marknadsföring, finns det en möjlig uppsida under 2017e. Med estimat från Swedbank har Catena Media en EV/EBT om 20,35x och ett P/E tal om 15,5x. I peer-jämförelsen målas tre scenarion upp som beror på hur stor andel av Net Gamings konvertibellån som löses in.

* Hemsida som genererar besökare till en sekundär sida (exempelvis en affiliatesida som genererar spelare till ett nätcasino)

2017e	EV/EBT	P/E	Rörelse-marginal	EV (MSEK)
Catena Media	20,35x	15,5x	47,4 %	5 651
(Nuvarande Inlösen)*	12,8x	11,4x	59,8 %	933
(50 % Inlösen)*	12,5x	10,4x	63,5 %	986
(100 % Inlösen)*	12,3x	9,4x	67,6 %	1 051

* Net Gaming

AG "Bull picks" Portfolio

Aktie	Bull Rating	Analysdatum	Ingångsvärde (SEK)	Förändring (%)
Ad City Media	 3	2016-10-29	98,5	36,80%
Stille	 2	2016-10-29	39	50,64%
Swedencare	 2	2016-11-29	26,9	-7,06%
Caperio Holding	 3	2017-01-18	24,2	39,26%
Tourn International	 3	2017-03-24	16	12,50%
Axonkids	 2	2017-03-24	7,45	2,68%
Duroc Group	 3	2017-04-28	30,7	0
Net Gaming	 2	2017-04-28	12,6	0

Uppdatering av portföljen

Caperio Holding har utvecklats starkt sedan bolaget togs in i portföljen. I veckan kom ett bud från Advania, motsvarande ett pris per aktie om 33,2 kr.

Swedencares aktiekurs har gått svagt senaste tiden, men 2017 ser fortfarande positivt ut. VD Håkan Lagerberg är övertygad om att bolaget når sina utsatta finansiella mål om 80 MSEK i omsättning med en EBITDA-marginal på över 30 %.

Kontigo Care togs ut ur portföljen trots att bolaget lyckats att öka antalet kunder kraftigt. AG bedömer att det dröjer innan intäkterna från dessa satsningar syns, och med risk för nyemission under sensommaren väljer vi därför att ställa aktien på sidlinjen tills vidare. Total förlust uppgick till minus 15,38 %.

Tourn International presenterade ett starkt Q1 och AG behåller en positiv syn på bolaget för 2017. Dock har vissa risker blivit tydligare, såsom ökade kundfordringar samt en växande kostnadsbas. Vi håller ett vakande öga på detta men bedömer att aktien fortfarande är intressant.

Duroc Group

Duroc AB ökade sin årliga omsättning med ca 440 % januari genom ett omvänt förvärv av Peter Gyllenhammar-ägda IFG. Duroc blev efter förvärvet en världsledande producent av polypropylenbaserade fibrer men handlas trots det till EV/EBITDA 6,7x på 2017e enligt AG:s estimat. Med 80 % ägande av Peter Gyllenhammar, finansiell styrka för ytterligare förvärv och potentiella marginalsynergier ser 2017 lovande ut för Duroc AB.

Net Gaming

Onlinepoker befinner sig i en nedåtgående trend, vilket även indikeras genom stagnerande besöksiffror för Net Gamings största annons-sida, Pokerlistings.com. Gentemot Catena Media, som är en relevant konkurrent, finns en potentiell uppsida med en estimerad P/E om 11,4x vid nuvarande inlösen av Net Gamings andel av konvertibellånet och EV/EBT om 12,8x. Att inneha större annonsidor med fokus på online-casino är även en nyckel till organisk tillväxt inom annonsnätverksverksamheten. Detta bör ske genom förvärv eller skapande av nya framgångsrika annonsidor och är en potentiell trigger.

AG "Bear picks" Portfolio

Aktie	Bear Rating	Analysdatum	Ingångsvärde (SEK)	Förändring (%)
Papilly	 4	2016-10-29	2,28	- 5,26 %

Uppdatering av portföljen

Papilly

Bolaget estimeras behöva en omsättningsökning från nuvarande 78 TSEK 2015 till 8,4 MSEK för att nå break-even. Som estimerat genomförde bolaget en nyemission under Q1 2017. AG bedömer att det finns mycket kvar för bolaget att bevisa och väljer därför att behålla Papilly som ett bearcase.

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 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 positiv inställning till 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 inställning till 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 analyserna.

Innehavsredovisning för analyserade bolag i detta nummer:

- Oliver Molse: äger aktier i Ad City Media
- Gustaf Furenmo: äger aktier i Alcadon Group och Ad City Media
- Staffan Bülow: äger aktier i Alcadon Group och Net Gaming
- AG: äger aktier i Ad City Media, Stille, Caperio Holding, Tourn International, Net Gaming, Duroc och Axon Kids

Övriga analytiker äger inte aktier i något av ovan nämnda bolag.

Analyserna 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.