

PORTEFÖLJEN

Nr 7, NOVEMBER 2017, v. 46

VECKANS UPPLAGA

JLT MOBILE COMPUTERS

Motigt första halvår och tuffa jämförelsetal
Läs mer om JLT Mobile Computers på *sida 3*

MATRA PETROLEUM

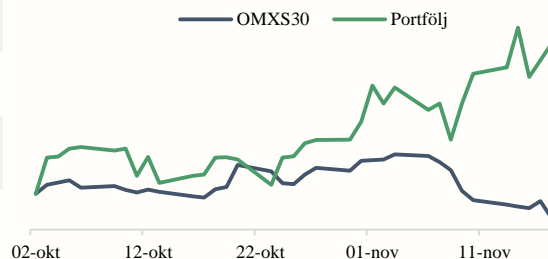
Stor potential och hög risk
Läs mer om Matra Petroleum på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

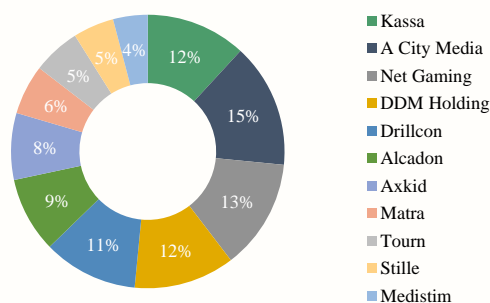
”Stark rapportvecka”
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 - 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 8,59 %, OMXS30 -1,4 %
A City Media	3	2017-10-22	98,5 kr	15,7%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,3 kr	6,0%	
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	6,7%	
Drillcon	3	2017-10-01	8,2 kr	-7,3%	
Alcadon	3	2017-10-01	38,9 kr	-0,6%	
Axkid	3	2017-11-19	12,0 kr	8,8%	
Matra	3	2017-10-01	7,0 kr	1,1%	
Tourn	3	2017-10-01	15,9 kr	44,7%	
Stille	3	2017-10-01	57,2 kr	-12,6%	
Medistim	3	2017-11-12	73,2 kr	1,1%	



FÖRDELNING %



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



1

JLT MOBILE COMPUTERS

Datorbolaget JLT har haft ett kända halvår, där både omsättning och aktiekurs fallit till följd av starka jämförelsekvartal. Om Bolaget visar att de kan motverka vidare lagerupbyggnad, samt få effekter av satsningar på försäljning, finns potential för uppsida. I ett bull scenario beräknas uppsidan till 31% på medelfristig sikt.



3

MATRA PETROLEUM

Effektiviseringsprogram i kombination med stigande oljepris har lett till att produktionen ökat med 37 % samtidigt som försäljningen ökat med 203 %. Detta drivs av en mycket attraktiv investeringskalkyl, som vid nuvarande oljeprisnivå har en IRR om över 50 %. Med en kompetent ledning, meriterande ägarlista och en rabatt om ca. 50 % mot peers sett till EV/IP, bedöms Matra kunna värderas upp med 40 % fram till 2018.

SÅ FUNGERAR AG-PORTFÖLJEN

På söndagar publiceras ett par oberoende analyser på Bolag AG anser vara extra spännande. Vi kommer själva, i och med vår egen portfölj, att ta ställning huruvida vi ser Bolaget som ett köp eller ett sälj. Vår portfölj har ett ingångsvärde på 100 000 kronor och kommer att handlas kontinuerligt med full transparens. Affärerna redovisas i realtid via vår Twitter: https://twitter.com/Analyst_Group/

JLT MOBILE COMPUTERS

ANALYTIKER: WILHELM SONDÉN

ÖVERSIKT

Datorbolaget JLT har haft ett kämpigt halvår, där både omsättning och aktiekurs fallit till följd av starka jämförelsekvartal. Om Bolaget visar att de kan motverka vidare lageruppbbyggnad, samt få effekter av satsningar på försäljning, finns potential för uppsida. I ett bull scenario beräknas uppsidan till 31% på medelfristig sikt.



JLT Mobile Computers AB ("JLT" eller "Bolaget") är en ledande utvecklare och tillverkare av mobila och fordonsmonterade datorer, anpassade för påfrestande miljöer. Försäljning sker främst i USA, Norden samt övriga Europa, där kunderna primärt utgörs av företag inom industrisektorn.

Avtagande ersättningsinvesteringar, men goda framtidsutsikter inom industrisektorn. Bolagets kunder har skjutit på nyinköp sedan finanskrisen, vilket inneburit ett förstärkt behov att byta ut de gamla datorerna under 2016 och 2017. Dessa ersättningsinvesteringar väntas dock avta för 2018 och framåt, vilket innebär en risk för lägre aktivitet inom marknaden.¹ Produkterna har även lång hållbarhet, vilket innebär högre försäljningspris, men också lägre grad av nyförvärv, vilket skapar beroende av att knyta an nya kunder för ökad försäljning.

Vidare, har Bolaget under 2017 ställts mot starka jämförelsekvartal, där stora ordrar varit den primära omsättningsdrivaren för 2016. Detta har lett till en omsättningsminskning om -5 % Q3-17 (rullande 12 månader). Dock, med ett goda framtidsutsikter inom industrisektorn estimeras bättre utsikter för Bolaget framgent, med en omsättningsökning om 10 % respektive 9 % för 2018E och 2019E.²

Satsningar inom försäljning och produktutveckling under 2017 väntas ge positiva effekter framöver. Bolaget har en tillväxtstrategi som går ut på att bygga ett internationellt nätverk av återförsäljare. Under Q3-17 har ett flertal nyrekryteringar genomförts inom försäljning, samt ett ytterligare partnersamarbete knutits på den nordiska marknaden. Initiala investeringar i försäljning, samt inom Forskning och utveckling, har hållit nere rörelsemarginalen för 2017, men väntas innebära möjligheter för ökad omsättning och marginalförbättringar framgent. För 2017E beräknas en EBITDA-marginal om ca 10,3 %, vilken förväntas öka till ca 10,9 % för 2018E, respektive 11,5 % för 2019E.

Lageruppbbyggnad väntas pressa framtida lönsamhet. JLT:s satsning på marknads premiumsegment har lett till att bruttomarginalen successivt ökat från ca 27 % 2012 till nuvarande 45 %. Under 2017 har dock lageromsättningshastigheten minskat kraftigt, vilket utgör ett hot mot framtida bruttomarginal och lönsamhet. Varor i lager har gått från att omsättas på ca 80 dagar 2016, till 117 dagar för Q2-17. Primärt kan detta härledas till inköp under Q2 till en hög dollarkurs, tillsammans med förskjuten produktion under semestermånaderna och lägre grad av utleverans mot 2016. Då lageromsättningen minskat till 115 dagar för Q3-17 utgör det ett fortsatt orosmoment och estimeras pressa lönsamheten under fjärde kvartalet 2017, samt hålla tillbaka bruttomarginalen initialt under 2018 som följd.

¹ Analyst Group:s estimat

² Real Capital Markets.

<https://my.rcm1.com/View/cfc95a07ac0b4d4c92397a2f2553984d/RCMIndReport2017.pdf>

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

NUVARANDE KURS
5,10 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

2,00 kr

4,85 kr

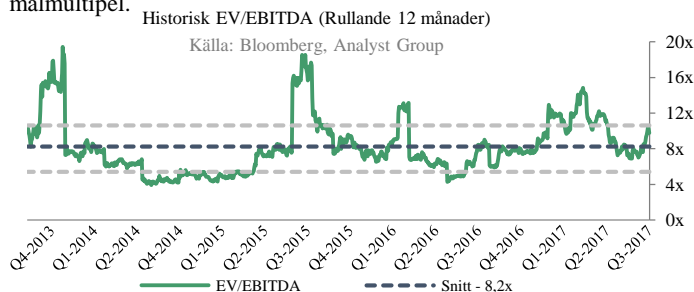
6,75 kr

Scenarioanalys baserad på historisk EV/EBITDAmultipel. Målmultiplarna är valda utifrån ett tre-årsnitt av rullande EV/EBITDA, med ett intervall mellan de 20 % högsta, respektive lägsta värdena. En stor del av nedsidan är anknuten till val av målmultipel, där en historisk multipel leder till större osäkerhet gällande riktvärden och värderingsintervall. Givet andra riktvärden hade Bolagets indikerade aktiepris sett väsentligt annorlunda ut.

Bolaget värderas till 8,8x EBITDA i ett base scenario på 2018E, en nedsida om -6%. Baserade på tidigare nämnda faktorer gällande omsättning och marginal, estimeras en EBITDA för 2018 om 14,1 MSEK i ett Base-scenario. Justerat för en nettokassa om 19,8 MSEK, resulterar det i EV/EBITDA om 8,8x för 2018E. Bolaget handlas således till en premie mot en målmultipel, vilken utgörs av ett 3-årsnitt av rullande EV/EBITDA om 8,2x. Detta indikerar en nedsida om -6 %.

I ett bull scenario beräknas uppsidan till 31 %. Givet att Bolaget lyckas motverka lageruppbbyggnad och därmed marginalpress, samt få genomslag av satsningar på säljorganisationen, finns goda möjligheter för uppsida på medelfristig sikt. För 2018E estimeras EV/EBITDA om 7,8x, vilket tillsammans med en målmultipel om 10,6x indikerar en uppsida om 31 %.

Ett bear scenario indikerar nedsida om -61 %. I detta scenario fortsätter investeringar i säljorganisationen och produktutveckling framgent. Tillsammans med pressade bruttomarginaler och kraftigt minskade ersättningsinvesteringar från kunder, värderas Bolaget till 18,4x, en nedsida om -61 % med EV/EBITDA om 5,4x som målmultipel.



EBITDA (MSEK)	17E	18E	19E	Target EV/ EBITDA	Aktiepris & Uppside		
	17E	18E	19E		17E	18E	19E
Base	12,0	14,1	16,1	8,2x	4,25	4,85	5,45
Bull	12,4	15,8	19,6		-17%	-6%	6%
Bear	11,2	6,7	6,9				
EV/ EBITDA	17E	18E	19E	10,6x	5,45	6,75	8,15
Base	10,3x	8,8x	7,7x		6%	31%	58%
Bull	10,0x	7,8x	6,3x				
Bear	11,1x	18,4x	18,0x	5,4x	2,85	2,00	2,05
					-44%	-61%	-60%

MATRA PETROLEUM

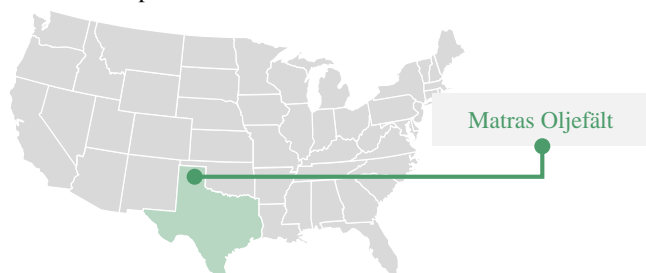
ANALYTIKER: ERIK IVARSSON

ÖVERSIKT



Effektiviseringsprogram i kombination med stigande oljepris har lett till att produktionen ökat med 37 % samtidigt som försäljningen ökat med 203 %. Detta drivs av en mycket attraktiv investeringskalkyl, som vid nuvarande oljeprisnivå har en IRR om över 50 %. Med en kompetent ledning, meriterande ägarlista och en rabatt om ca. 50 % mot peers sett till EV/IP, bedöms Matra kunna värderas upp med 40 % fram till 2018.

Matra Petroleum ("Matra" eller "Bolaget") är ett oberoende olje- och gasbolag verksamt i norra Texas. Bolagets tillgångar utgörs främst av bevisade olje- och gasreserver som uppgår till cirka 22,9 miljoner fat oljeekvivalenter. Reserverna består till 55 % av olja och till 45 % av gas/flytande gas. Bolaget förfogar över 600 brunnar, varav 235 är i produktion.



Olje- och gasproduktionen ökade med 37 % under H1 2017 samtidigt som intäkterna ökade med 203 %. Matras strategi baseras främst på att effektivisera och expandera utvinningen från befintliga fält. Effektiviseringen är främst driven av att Bolaget stänger ner lågpresterande brunnar till förmån för nya och mer lönsamma. Matra har under 2017 stängt ned fler än 60 brunnar, samtidigt som 11 nya har borrats. En stor del av intäktsökningen under 2017 bedöms vara en konsekvens av detta. Genom produktivetsförbättringar och en kraftfull utbyggnadsplan är målet att öka produktionen från cirka 750 BOEPD (Barrels of Oil Equivalent Per Day) till 6 000 BOEPD. 10 % av Matras reserver är idag i produktion, vilket också indikerar att det finns stor potential att borra fler brunnar och därmed öka såväl effektiviteten som genomsnittligt BOEPD.

Hög lönsamhetspotential vid oljepris över 50 USD/fat. Om WTI är över 50 USD/fat bedömer bolaget att Internal Rate of Return (IRR) överstiger 50 %. Hävstången är stor på uppsidan och ett oljepris motsvarande 55 USD/fat bedöms ge IRR om 65 % - 75 %. Det är först vid nivåer under 38 USD/Fat som Bolagets finansiella position riskerar att bli ansträngd. En borrhög har kapacitet att borra cirka 50 nya hål per år, till en kostnad motsvarande 350 tUSD per borring. Således är det troligt att Bolaget kan öka antalet brunnar från 235 till cirka 320 under 2018, motsvarande en produktionsökning om 36 %. Vidare är infrastrukturen i området mycket gynnsam och oljan är ytligt belägen, vilket minskar risken för flaskhalsar och förseningar vid ökad produktion. Med tanke på hävstången som uppvisades Q2 2017 är det rimligt att ett fortsatt högt oljepris möjliggör finansiering av fler nya, höglönsamma brunnar. Bolaget själva menar att 450 nya bormöjligheter är identifierade. Ett högt oljepris i kombination med den attraktiva investeringskalkylen och de potentiella bormöjligheterna skapar således goda förutsättningar för lönsamhet under 2018.

NUVARANDE KURS

7,1 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2018)

4,3 kr

10 kr

12,8 kr

Fortsatt hög efterfrågan på fossila bränslen fram till 2035. Enligt BP:s årliga "Energy Outlook"¹ estimeras den globala efterfrågan på oljeekvivalenter öka från 95Mb/dag till 110Mb/dag fram till 2035. Vidare är konsensus i marknaden för WTI kommande år högre än nuvarande oljepris:

2017	2018	2019	2020
50,11	52,75	57,00	60,00

Låg värdering men hög finansiell risk. Matra värderas idag till EV/IP om 3,67 USD per fat. Motsvarande för noterade peers är 7,45, vilket innebär att Matra handlas till en rabatt om 50 %. Till viss del är detta befogat, eftersom bolaget har en mycket hög riskprofil. Mer än 50 % av räntebärande skulder löper med en ränta om 15 %. Enligt Ags bedömning innebär detta att genomsnittligt oljepris behöver överstiga 38 USD/fat för att Bolaget ska nå uthållig lönsamhet, allt annat lika. Investeringsdynamiken i Matra påminner således om en köpoption på WTI.

Kompetent ledning med stort insiderinnehav ingjuter förtroende. Styrelse, ledning och management har flerårig erfarenhet inom oljeindustrin. VD och styrelseledamoten Maxim Barskiy byggde upp oljebolaget West Siberian Resources (Alliance Oil) från att vara First North-noterat till att bli ett Large Cap-bolag. Styrelseordförande Eric Forss har nära 30 års erfarenhet från industrin. Insiderägandet uppgår till 68 %, och samtliga i management innehar teckningsoptioner.

Fortsatt kraftig försäljningsökning estimeras 2017E och 2018E. Sannolikt kan Matra öka genomsnittlig BOEPD med 40 % H2 2017 mot H1, vilket vid nuvarande oljeprisnivåer bör generera en försäljningen om 11,7 MUSD för 2017. För 2018 är bedömningen att genomsnittlig BOEPD kan växa med 120 %, vilket ger en estimerad försäljning motsvarande 18 MUSD. I base scenariot bedöms en uppvärdering av EV/IP till 5,2 vara befogat, motsvarande 70 % av snittet för peers. Kurspotentialen blir därmed 41,2 %. I ett bear scenario, med fallande oljepriser, är det troligt att Matra kommer behöva ytterligare kapital. I ett sådant marknadsklimat är EV/IP om 2,2 mer rimlig till följd av skuldsättningen. Detta motsvarar en nedsida om 40 %. Fortsätter oljepriserna öka kommer hävstångseffekten i verksamheten synliggöras än mer. EV/IP om 6,5 bör således vara motiverad i ett bull scenario, motsvarande en uppsida om 80 %.

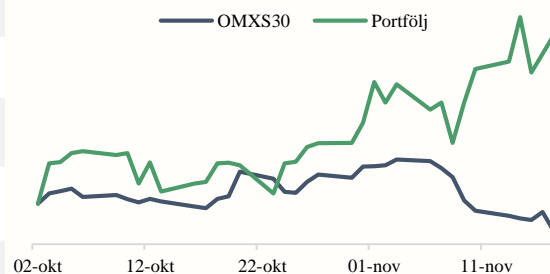
2018E	Base	Bull	Bear
EV/IP	5,2	6,5	2,2
Upp/nedsida	41,16 %	79,65 %	-39,50 %
EV/EBIT	17,4	8,4	NEG

¹BP Energy Outlook, 2017.. <https://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/energy-economics/energy-outlook-2017/bp-energy-outlook-2017.pdf>

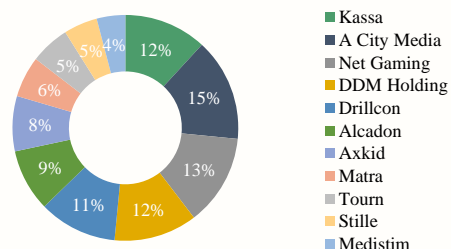
ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
A City Media	3	2017-10-22	98,5 kr	15,7%
Net Gaming	3	2017-11-12	10,3 kr	6,0%
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	6,7%
Drillcon	3	2017-10-01	8,2 kr	-7,3%
Alcadon	3	2017-10-01	38,9 kr	-0,6%
Axkid	3	2017-11-19	12,0 kr	8,8%
Matra	3	2017-10-01	7,0 kr	1,1%
Tourn	3	2017-10-01	15,9 kr	44,7%
Stille	3	2017-10-01	57,2 kr	-12,6%
Medistim	3	2017-11-12	73,2 kr	1,1%

PORTFÖLJENS UTVECKLING: 8,59 %, OMXS30 -1,4 %



FÖRDELNING %



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I början av veckan minskades innehavet i Tourn International. Dels hade kursen stigit kraftigt, och dels lämnade Bolaget månadssiffror för oktober. Siffrorna kom in något under vår förväntan, och vid kursnivåer runt 25 kr gjorde vi bedömningen att endast ett mycket positivt scenario var inpriset. Vi behöll halva vårt innehav med tron att vi kan köpa in oss billigare inför november månads försäljningsstatistik.

Vi valde även att öka innehavet i DDM Holding i samband med kapitalmarknadsdagen. Flera frågetecken rörande risker blev utslätade. Detta i kombination med insiderköp gör att risk/reward ser intressant för 2018, samtidigt som värderingen är låg.

I veckan lämnade A City Media en stark rapport och marknaden svarade med att lyfta aktien cirka 9 %. Vi ser fortsatt potential samtidigt som riskerna för låg organisk omsättning har fallit. Dessutom guidar bolaget om förvärv, listbyte och byte till IFRS, vilket i kombination med den stärkta bruttomarginalen samt den förbättrade orderboken gör att vi fortsatt är positiva.

Även Stille rapporterade i veckan. Q3 är säsongsmässigt ett svagt kvartal, och då jämförelsekvartalet var starkt, dollarn stigit, samt att fortsatt arbete för att förbättra produktionskapaciteten samt försäljning tyngde marginalerna, summerade kursreaktionen till -6 %.

I veckan köpte vi även in Alcadon i portföljen. Bolaget är lågt värderat givet tillväxten och bolaget har två starka rapporter i ryggen. Samtidigt har kursen inte rört sig nämnvärt, vilket vi anser ger ett bra köpläge.

Senaste veckan har Aktietorget's Index tappat 1,26 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som föll med 1,04 %. Portföljens utveckling summerade till +1,6 %.

JLT MOBILE COMPUTERS

Datorbolaget JLT har haft ett kämpigt halvår, där både omsättning och aktiekurs fallit till följd av starka jämförelsekvartal. Om Bolaget visar att de kan motverka vidare lageruppyggnad, samt få effekter av satsningar på försäljning, finns potential för uppsida. I ett bull scenario beräknas uppsidan till 31% på medelfristig sikt.

MEDISTIM

Under varje år sedan 2001 har Medistim varit lönsamma och omsättning och EBIT har vuxit med 14 respektive 21 % CAGR. Bolaget har 75 % marknadsandel inom sin specifika nisch, och tillväxten härrör främst från vunna marknadsandelar från icke-kvalitetssäkrade bypassoperationer. Med en stark affärsmodell, där 58 % av intäkterna är återkommande, bedöms en premie mot peers vara motiverad. Uppsidan till 2018 bedöms vara 63 – 80 %.

MATRA PETROLEUM

Effektiviseringsprogram i kombination med stigande oljepris har lett till att produktionen ökat med 37 % samtidigt som försäljningen ökat med 203 %. Detta drivs av en mycket attraktiv investeringskalkyl, som vid nuvarande oljeprisnivå har en IRR om över 50 %. Med en kompetent ledning, meriterande ägarlista och en rabatt om ca. 50 % mot peers sett till EV/1P, bedöms Matra kunna värderas upp med 40 % fram till 2018.

DDM HOLDING

Snabb expansion inom en nisch där Bolaget är ledande bör även framöver leda till att Bolaget kan förvärva attraktiva skuldportföljer. Även om verksamheten är riskfylld så växer ERC i ett imponerande tempo och värderingen är låg för nästa år.

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.

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

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

Innehavsredovisning

Analyst Group äger aktier i: Ad City Media, Drillcon, Net Gaming Europe, Tourn International, Axkid, Matra Petroleum, Stille och DDM Holding.

Analytiker Wilhelm Sondén äger aktier i : Drillcon och Net Gaming.

Analytiker Erik Ivarsson äger aktier i: Ad City Media, DDM Holding, Net Gaming och Medistim.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2017). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Ag

Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2017
WWW.ANALYSTGROUP.SE