

PORTFÖLJEN

Nr 5, OKTOBER 2017, v. 44

VECKANS UPPLAGA

NORDIC LEISURE

Stark marknadsposition och marginalexpansion framgent
Läs mer om Nordic Leisure på *sida 3*

ALPHAHELIX

Intressant produktdynamik och internationell expansion
Läs mer om AlphaHelix på *sida 4*

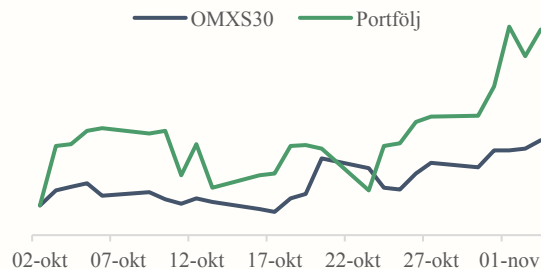
FÖRVALTARKOMMENTAR

”Bra rapporter från småbolag skapar köpläge”
Läs mer på *sida 6*

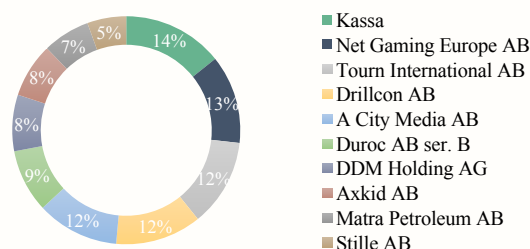
ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
A City Media	3	2017-10-22	98,5 kr	-9,64%
Drillcon	3	2017-10-03	8,2 kr	-0,61%
Net Gaming	3	2017-10-01	10,28 kr	0,19%
Tourn International	3	2017-10-01	15,7 kr	49,04%
Duroc	3	2017-10-01	28,6 kr	-0,35%
Axkid	3	2017-10-01	11,95 kr	4,60%
Matra Petroleum	3	2017-10-01	7,2 kr	10,42%
Stille	3	2017-10-01	57,5 kr	-2,17%
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	7,62%

PORTFÖLJENS UTVECKLING: 6,08%, OMXS30 2,26%



FÖRDELNING %



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



NORDIC LEISURE

Nordic Leisure har genom sin redan etablerade verksamhet och via strategiska förvärv uppnått en stark marknadsposition i Baltikum. Den baltiska marknaden karaktäriseras av höga inträdesbarriärer, vilket resulterar i stabila intäktsströmmar. Vidare väntas ett ökat fokus inom affiliate-verksamhet leda till marginalexpansion och ökad omsättning framgent. I base scenario värderas Nordic Leisure till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 24 % gentemot peers.

ALPHAHELIX

AlphaHelix har en intressant produktynamik vilket kan ge en växelverkan mellan alla tre produktkategorier. Detta i kombination med Bolagets strategiska mål om internationell expansion, ger en indikativ uppsida om 45 % baserat på en scenarioanalys. Expansionen bör dock ses i ljuset av det begränsade expensionskapitalet och ska Bolaget lyckas internationellt bedöms därför en kapitalanskaffning vara motiverad 2018E.



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/

NORDIC LEISURE

ANALYTIKER: GUSTAV FURENMO

ÖVERSIKT



Nordic Leisure har genom sin redan etablerade verksamhet och via strategiska förvärv uppnått en stark marknadsposition i Baltikum. Den baltiska marknaden karaktäriseras av höga inträdesbarriärer, vilket resulterar i stabila intäktsströmmar. Vidare väntas ett ökat fokus inom affiliate-verksamhet leda till marginalexpansion och ökad omsättning framgent. I base scenario värderas Bolaget till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 24 %.

NUVARANDE KURS

22,4 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

20,5 kr

27,8 kr

34,5 kr

Nordic Leisure ("NLAB" eller "Bolaget") är ett svenskt investeringsbolag inom spelsektorn och har två huvudsakliga affärsområden, Onlinespel samt Media. Bolagets geografiska fokus ligger på Östeuropa och andra tillväxtmarknader. Under Q2 2017 uppgick 82 % av intäkterna från reglerade marknader samtidigt som 83 % av spelintäkterna genererades i Baltikum.



■ Baltikum
■ Övriga Världen



■ Reglerade Marknader
■ Oreglerade Marknader

Höga inträdesbarriärer och strikta marknadsföringsregler i Baltikum leder till stabila intäkter med tillväxtpotential. Under Q2 2017 genererades 83 % av Bolagets spelintäkter från den baltiska marknaden. Baltikum utgörs av länder med reglerade spelmarknader där krav på spellicenser och landbaserad spelverksamhet skapar höga inträdesbarriärer för konkurrenter. Vidare råder omfattande begränsningar gällande marknadsföring, vilket ytterligare försvårar möjligheten för konkurrenter att ta marknadsandelar. Detta skapar strategiska fördelar för Bolaget då konkurrens från andra aktörer begränsas samtidigt som NLAB har väletablerade spelplattformar online som kan kompletteras med nya produkter. Sammantaget väntas detta resultera i att Bolaget kan fortsätta växa på den baltiska marknaden och bibehålla *pricing power*.

Förvärv av Baltic Bet stärker marknadsposition i Baltikum.

Nordic Leisure annonserade Q2 2017 en avsiktsförklaring om att förvärva litauiska Baltic Bet. Förvärvet innebär att Bolaget kommer erhålla spellicens på samtliga baltiska marknader och stärker därmed sin marknadsposition ytterligare. Vidare erhåller Bolaget landbaserad spelverksamhet i Litauen, vilket är en förutsättning för att bedriva spelverksamhet online. Skalfördelar väntas uppnås genom att NLAB kan fortsätta bedriva den landbaserade verksamheten oförändrat och samtidigt erbjuda onlinespel genom sina redan etablerade spelplattformar. Således estimeras Bolaget kunna stärka sina marginaler samt skapa ytterligare intäktskällor framgent.

Marginalexpansion till följd av stärkt affiliate-verksamhet.

Under första halvåret 2017 förstärkte NLAB sitt andra affärsområde, Media, genom två förvärv. De förvärvade bolagen är aktiva inom affiliate och stärker därmed NLAB:s position inom denna nisch. Genom att bredda verksamheten skapas ytterligare intäktskällor samt ökad riskspridning. Vidare är lönsamheten inom affiliate generellt sett högre jämfört med onlinespel, vilket väntas resultera i förstärkta marginaler på koncernnivå.

I ett base scenario värderas NLAB till EV/EBITDA om 13,4 på 2018E. I ett base scenario väntas NLAB omsätta 22,3 respektive 30,6 MEUR 2017 och 2018. Det motsvarar en omsättningstillväxt om cirka 20 % 2017 (justerat för avyttrad verksamhet) och 37 % 2018. Omsättningstillväxten härstammar från organisk tillväxt i spelintäkter, förvärvad omsättning samt succesivt ökande omsättningsbidrag från affiliate-verksamheten. Vidare väntas Bolaget uppnå en EBITDA-marginal om 23 % respektive 29 % 2017 och 2018. Marginalexpansionen sker till följd av skalfördelar i Bolagets spelplattform, synergieffekter från förvärv samt ökade intäkter från den mer lönsamma affiliate-verksamheten. Det resulterar i en EV/EBITDA-multipel om 13,4 på 2018E. Eftersom Bolaget guidat för ytterligare förvärv och kommunicerat eventuella finansieringsalternativ väntas ytterligare förvärv utföras kommande år, vilket betraktas som en *option* i värderingen.

MEUR (2018E)	Bear	Base	Bull
Omsättning	26,9	30,6	33,3
EBITDA	6,6	8,9	11,1
EBITDA-marginal	24 %	29 %	33 %
EV/EBITDA	18,2 x	13,4 x	10,8 x

I ett *bear scenario* estimeras NLAB omsätta 21,3 respektive 26,9 MEUR 2017 och 2018. Den lägre tillväxten antas rimlig om Bolaget inte lyckas expandera till ytterligare marknader samt får problem att integrera utförda förvärv. Vidare estimeras en lägre EBITDA-marginal i *bear scenario* till 21 % respektive 24 % för 2017 och 2018. Lägre marginaler sker till följd av att synergieffekter inte blir lika påtagliga samt att affiliate-verksamheten inte växer i samma omfattning som i *base scenario*. Det resulterar i en EV/EBITDA-multipel om 18,2 2018E. I ett *bull scenario* estimeras Bolaget omsätta 24,6 respektive 33,3 MEUR 2017 och 2018. En högre omsättningstillväxt kan motiveras om Bolaget bibehåller en fortsatt aggressiv förvärvsstrategi och lyckas expandera till nya marknader under den prognostiserade perioden. Vidare estimeras EBITDA-marginalen till 27 % respektive 33 % 2017 och 2018. Det resulterar i en EV/EBITDA-multipel om 10,8 2018E.

Indikativ uppsida om 24 % på 2018E gentemot peers. I och med att NLAB är verksamma inom onlinespel och affiliate estimeras en targetmultipel inom respektive affärsområde och sätter den relativt affärsområdets omsättningsbidrag 2018E. Snittvärdering på rullande tolv månader inom onlinespel sett till EV/EBITDA estimeras till 18,3. Motsvarande multipel inom affiliate estimeras till 15,2. Detta resulterar sammantaget i en targetmultipel 2018E om EV/EBITDA 16,7. NLAB värderas i *base scenario* till EV/EBITDA om 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en indikativ uppsida om 24 %.

ALPHAHELIX MOLECULAR DIAGN.

ANALYTIKER: GUSTAF NORDIN
WILHELM SONDÉN

ÖVERSIKT



AlphaHelix har en intressant produktodynamik vilket kan ge en växelverkan mellan alla tre produktkategorier. Detta i kombination med Bolagets strategiska mål om internationell expansion, ger en indikativ uppsida om 45 % baserat på en scenarioanalys. Expansionen bör dock ses i ljuset av det begränsade expensionskapitalet och ska Bolaget lyckas internationellt bedöms därför en kapitalanskaffning vara motiverad 2018E.

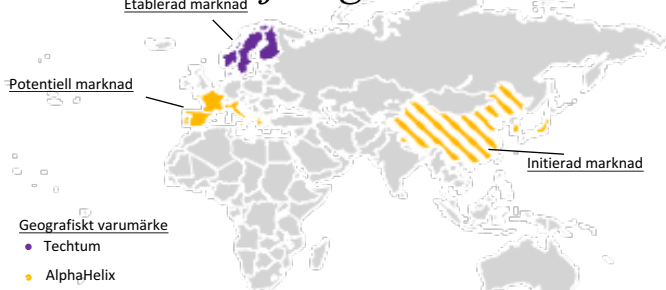
AlphaHelix Molecular Diagn. AB ("AlphaHelix" eller "Bolaget") är en koncern bestående av två dotterbolag, vilka utvecklar och distribuerar system, engångsartiklar och automatiserade verktyg för laboratorieanalys. Kunderna utgörs primärt av ledande sjukhus och forskningsinstitut i Norden.

Växelverkan mellan produktgrupper ger uthållig intjäningsförmåga. AlphaHelix verksamhet utgörs av tre produktgrupper, vilka kan säljas separat eller som komplement till varandra. Bolagets mest omfattande och lönsamma system BugScreener är en analysplattform för identifiering av multiresistenta bakterier (s.k. MRSA). BugScreener kan installeras mot direktbetalning eller *pay-per-use*. Detta innebär att den initiala investeringen för kund kan hållas låg och således har plattformen förutsättningar att penetrera nya marknader effektivt.

En komponent i plattformen BugScreener är det nylanserade instrumentet Rob. Instrumentet automatiserar DNA-separation i analysprocessen. DNA-separation genom mankraft är både tids- och precisionskrävande, vilket gör att Rob ofta framstår som ett kostnadsreducerande och säkrare alternativ. Rob bedöms således vara applicerbar på fler områden än endast identifiering av MRSA, vilket motiverar en potentiell försäljning av instrumentet dels genom distributörer och dels i samband med BugScreener.

AlphaHelix underliggande intjäningsförmåga ligger i försäljning av engångsartiklar. Dessa artiklar förbrukas bl.a. genom användande av BugScreener, vilket innebär en potentiellt uthållig intjäningsförmåga vid installation av plattformen.

Försäljningskanaler



Nya distributionskanaler möjliggör expansion i attraktiva marknader utanför Norden. Ledningen har identifierat södra Europa och Sydostasien som fokusmarknader. Europa har hög förekomst av MRSA vilket potentiellt medför en hög frekvens i användandet av BugScreener.¹ En hög frekvens kan innebära merförsäljning av engångsartiklar, vilket motiverar en strategisk etablering i detta område.

1. ECDC. Antimicrobial resistance surveillance in Europe (2017)

2. -0,67 MSEK vid justering för upptagen checkräkningskredit

NUVARANDE KURS

1,3 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

1,25 kr

1,88kr

2,58kr

Vidare bygger Bolagets nuvarande affärsmodell på försäljning tillsammans med externa distributörer. Under Q2 2017 påbörjades ett samarbete med Fosun Diagnostics i Kina, den största tillverkaren av genetisk diagnostik, för försäljning av Rob. Kina är enligt Bolaget en av flera Asiatiska marknader där automatisering av laboratorier fortfarande inte tagit fart. Således finns det betydande expensionspotential i den Sydostasiatiska marknaden för Rob.

Scenarioanalys indikerar en uppsida om 45 % i Base case. Till skillnad från många andra bolag i sektorn genererar AlphaHelix ett positivt kassaflöde (1,6 MSEK i OCF). Detta möjliggör fortsatt produktutveckling genom egen kassa. Bolaget har dock alltså en stram balansräkning med 0,38 MSEK i likvida medel.² För en effektiv internationell expansion bedöms ytterligare kapital vara nödvändigt.

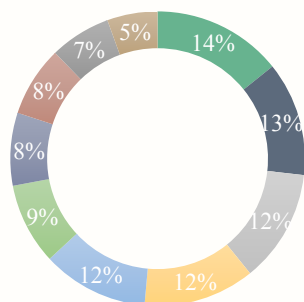
I nedan presenterade scenarier utgår Base- och Bear case från en nyemission om 6 respektive 8 MSEK 2018E, vilket i förlängningen påverkar det indikativa aktiepriset 2020E. Vidare utgår respektive scenario från fortsatta intäkter om ca 20 MSEK i engångsartiklar och kommande tillväxtfas drivs av försäljningsintäkter från Bolagets mest lönsamma produkter, BugScreener samt Rob. AlphaHelix har *proof of concept* och referenskunder bland Nordens ledande sjukhus. Detta anses vara slagkraftigt nog för att Bolaget ska lyckas ta marknadsandelar på den internationella marknaden. Dessa antaganden belyser dynamiken vid en expansion av verksamheten. Scenarierna bör ses i ljuset av vad respektive utfall kan generera, dvs. tappar AlphaHelix en nyckelkund i engångsartiklar kan nedsidan motiveras vara större än nedan illustrerat.

Scenario (MSEK)	Sales 2020	EBITDA 2020	WACC*	PV Kassaflöde	EV/ Sales**	EV/ EBITDA**
BASE	39,2	18,5		3,5	3,77	8,1
BULL	50,3	25,2	11,55 %	7,9	3,77	17,6
BEAR	28,7	12,2		0,7	1,84	8,1
Värdering	Base			Bull		Bear
Aktiepris (Sales)	1,86			2,49		1,3
Aktiepris (EBITDA)	1,89			2,68		1,19
Viktat & Uppside	1,88	45%	2,58	99 %	1,25	-4,2 %

* NYU Damodaran (2017) & PWC riskpremiestudie (2017)

** Källa: Bloomberg & Thomson Reuters Eikon

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ



- Kassa
- Tourn International AB
- A City Media AB
- DDM Holding AG
- Matra Petroleum AB
- Net Gaming Europe AB
- Drillcon AB
- Duroc AB ser. B
- Axkid AB
- Stille AB

AKTIE	BETYG (1 – 5)
A City Media	3
Drillcon	3
Tourn International	3
Duroc	3
Net Gaming Europe	3
Axkid	3
Matra Petroleum	3
Stille	3
DDM Holding	3

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

BÖRS & SENTIMENT

Vi börjar närma oss slutet av rapportperioden för de större bolagen, däremot inväntas en rad rapporter från flera mindre bolag, vilket kan öppna upp för intressanta köplägen. I veckan rapporterade DDM och Drillcon. Rapporterna var starka, trots detta reagerade marknaden negativt. För DDM växte ERC med dryga 200 %. Samtidigt står bolaget fast vid att fortsatt förvärva skuldportföljer, vilket får oss att behålla vår positiva syn. Drillcon ser stark tillväxt och uppvisar god lönsamhet, samtidigt som värderingen är 7x EBITDA på rullande 12M. Således bedömer vi att bolaget ser fortsatt intressant ut.

Börsen som helhet värderas till P/E 17,2 för nästa år, med en förväntad vinsttillväxt på 7,7 %. Det är en hög prislapp, och även om sentimentet är fortsatt positivt tror vi att det i denna miljö är extra viktigt att vara selektiv som investerare.

Senaste veckan har Aktietorget's Index klättrat med 1,62 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som steg med 0,75 %. Portföljens utveckling summerade till 2,9 %.

NORDIC LEISURE

Nordic Leisure har genom sin redan etablerade verksamhet och via strategiska förvärv uppnått en stark marknadsposition i Baltikum. Denna marknad karaktäriseras av höga inträdesbarriärer, vilket resulterar i stabila intäktsströmmar. Vidare väntas ett ökat fokus inom affiliate-verksamhet leda till marginalexpansion och ökad omsättning framgent. I base scenario värderas Bolaget till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 24 %. Vid nuvarande värderingsnivåer bedömer vi att det sannolikt kommer uppstå bättre köplägen framöver.

ALPHAHELIX

AlphaHelix har en intressant produktynamik vilket kan ge en växelverkan mellan alla tre produktkategorier. Detta i kombination med Bolagets strategiska mål om internationell expansion, ger en indikativ uppsida om 45 % baserat på en scenarionanalys. Expansionen bör dock ses i ljuset av det begränsade expansionskapitalet och ska Bolaget lyckas internationellt bedöms därför en kapitalanskaffning vara motiverad 2018E. Vi fortsätter att följa bolaget för en eventuell investering längre fram.

NET GAMING

Med två starka kvartal i ryggen, förbättrad kapitalstruktur och en intressant positionering ser det ut som att Bolaget bara har påbörjat sin tillväxtresa. Givet att den starka trenden håller i sig sticker Net Gaming ut som en av de mer intressanta bolagen i sektorn. Vi valde att ytterligare öka innehavet under veckan som gick.

MATRA PETROLEUM

Med låg värdering och en lovande investeringskalkyl kombinerat med stark ledning och stora, oexploaterade reserver bör Matra kunna leverera starka resultat framöver. Oljepriset fortsätter att stiga och BRENT handlas nu i 62 \$/fat. YTD har oljan stigit med drygt 9 %. Vår bedömning är att marknaden inte tagit höjd för denna effekt.

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 positiv 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, Duroc, Axkid, Matra Petroleum, Stille och DDM Holding.

Gustaf Nordin äger aktier i: Ad City Media, Tourn International och Matra Petroleum

Gustav Furenmo äger aktier i: Ad City Media, DDM Holding och Net Gaming.

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.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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