

PORTFÖLJEN

Nr 6, NOVEMBER 2017, v. 45

VECKANS UPPLAGA

DRILLCON

Stark tillväxt och attraktiv värdering

Läs mer om Drillcon på *sida 3*

MEDISTIM

Lönsam och stabil marknadsledare

Läs mer om Medistim på *sida 4*

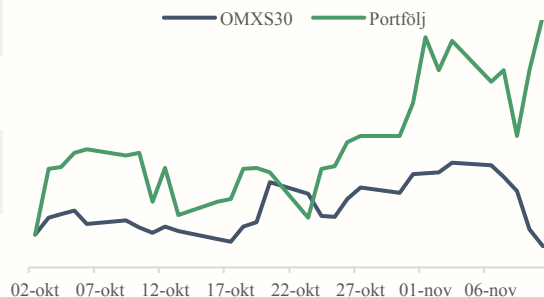
FÖRVALTARKOMMENTAR

”Tendens till vikande sentiment kan ge intressanta köplägen”

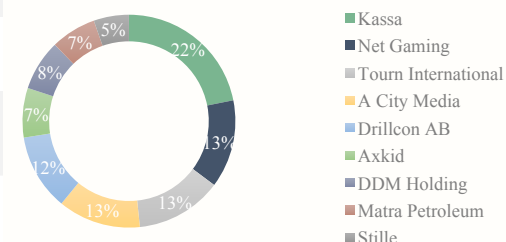
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 6,87%, OMXS30 -0,36%
A City Media	3	2017-10-22	98,5 kr	-2,54%	
Drillcon	3	2017-10-03	8,2 kr	-5,49%	
Net Gaming	3	2017-10-01	10,28 kr	7,00%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,7 kr	57,96%	
Axkid	3	2017-10-01	11,95 kr	4,60%	
Matra Petroleum	3	2017-10-01	7,2 kr	13,89%	
Stille	3	2017-10-01	57,5 kr	-5,22%	
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	1,43%	



FÖRDELNING %



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



DRILLCON

Drillcon har under 2016 och 2017 gjort stora investeringar och omstrukturerat verksamheten vilket resulterat i förbättrad lönsamhet och tillväxt. Drillcon väntas växa med 29 % 2017E och 11 % 2018E, drivet av stigande metallpriser och ökad investeringsvilja från gruvbolagen. Vidare väntas EBITDA-% uppgå till 16,5 %. Givet dessa antaganden värderas Drillcon till EV/EBITDA om 5,7x på 2018E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 55 %.



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 bypass-operationer. Med en stark affärsmodell, där 58 % av intäkterna är återkommande bedöms en premie mot peers vara motiverad. Uppsidan till 2018 bedöms vara 63 – 80 %.

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/

ÖVERSIKT



Drillcon har under 2016 och 2017 gjort stora investeringar och omstrukturerat verksamheten vilket resulterat i förbättrad lönsamhet och tillväxt. Drillcon väntas växa med 29 % 2017E och 11 % 2018E, drivet av stigande metallpriser och ökad investeringsvilja från gruvbolagen. Vidare väntas EBITDA-% uppgå till 16,5 %. Givet dessa antaganden värderas Drillcon till EV/EBITDA om 5,7x på 2018E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 55 %.

NUVARANDE KURS

7,75kr

VÄRDERINGSINTERVALL

6kr (DCF)

12kr (DCF)

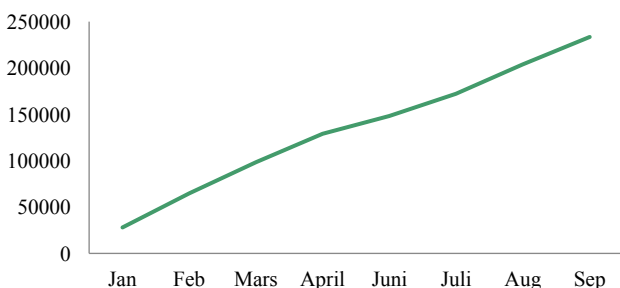
23kr (DCF)

Drillcon ("Drillcon" eller "Bolaget") utför borrhningar i primärt gruv- och anläggningssektorn. Bolagets verksamhet är uppdelad på de tre dotterbolagen Nordics (Sverige och Norge) Iberia (Portugal och Spanien) och Americas (Chile). Nordics utgör 48 % av Bolagets omsättning varav Iberia och Americas utgörs av 47 % respektive 5 %. Bland Drillcons kunder finns bl.a. Boliden, LKAB och Lundin Mining.

Stigande priser på basmetaller drivet av en ökad efterfrågan.

Drillcon utför huvudsakligen borrhningsuppdrag i zink- och koppargruvor och påverkas därmed av prisutvecklingen på zink och koppar. Priset på zink och koppar har stigit med 29 % respektive 31 % de senaste 12 månaderna. Stigande priser har resulterat i en ökad investeringsvilja från gruvbolagen. Den ackumulerade efterfrågan på zink på Bolagets geografiska marknader har ökat från ca 28 000 ton till ca 233 000 ton mellan januari 2017 till september 2017. De stigande priserna och den ökade efterfrågan har resulterat i att Drillcons omsättning växt med 32 % i Q3. Vidare guidar Bolaget om att efterfrågan är mycket hög och att den starka efterfrågan förväntas fortsätta kommande kvartal.

Efterfrågan av zink i antal ton på Drillcons geografiska marknader



Källa: World Bureau of Metal Statistics

Värderas till EV/EBITDA 5,7 på 2018 års prognos. Drillcon prognostiseras omsätta 336 miljoner på 2017E, motsvarande en tillväxt om 29 %. Tillväxten drivs av fortsatt stark efterfrågan från gruvbolagen. Personalkostnaderna väntas öka från 42 % av omsättningen till 46 % till följd av ett ökat personalbehov i Iberia. Övriga externa kostnader utgörs främst av reparation och underhåll, samt frakt och transport. Denna kostnadspost väntas minska från 32 % av omsättningen till 24 % av omsättningen, främst till följd av mindre behov av frakt och transport mellan geografiska marknader. Detta resulterar i en EBITDA-marginal om ca 16,5 %. På 2017 års prognos värderas Drillcon till EV/EBITDA 6,4x.

¹Sverige 10-årig statsobligation, OMX riskpremie.²PWC, "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden", 2017

Under 2018 väntas bolaget växa med 11 %. Tillväxten i Nordics väntas ha uppnått full maskinkapacitet och drivs av tillväxt i Iberia och Americas. Givet dessa antaganden värderas Drillcon till EV/EBITDA 5,7x på 2018E.

tSEK	R12M	2017E	2018E
Omsättning	322 451	335 664	371 516
Tillväxt (Y/Y)	27 %	29 %	11 %
EBITDA-%	15,0 %	16,5 %	16,5 %
EV/EBITDA	7,0x	6,4x	5,7x

Diskonterad Kassaflödesanalys (DCF) indikerar uppsida om 55 %.

Beräkningarna är baserade på en WACC om 9,24 %, ¹ inklusive en storlekspremie om 3,10 %. ² Med en EBITDA-% om ca 16,5 %, och ett investeringsbehov om ca 7 % av omsättning, resulterar en DCF i ett värde om ca 12 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 55 %. Nedan presenteras en känslighetsanalys, som illustrerar hur ett indikerat värde av Bolaget styrs av gjorda antaganden (mörkare färg illustrerar lägre sannolikhet). En stor del av värdet är tillförligt ett slutvärde, vilket resulterar i att antaganden om tillväxt och marginal får stora utslag på bolagets diskonterade värde. I ett Bull-scenario, värderas bolaget till 23 SEK per aktie. Detta med en antagen oändlighetstillväxt av sista årets kassaflöde om 5,4 % samt en EBITDA-% om 18,5 %. I ett Bear-scenario antas Bolaget uppnå en marginal om 14,5 % samt en tillväxt om 1,4 % vilket ger ett värde om 6 SEK per aktie.

Indikativt Aktiepris	Oändlighetstillväxt					
	1,4%	2,4%	3,4%	4,4%	5,4%	
EBITDA- marginal	14,5%	6,04	6,88	7,99	9,57	11,97
	15,5%	7,53	8,54	9,88	11,79	14,68
	16,5%	9,02	10,20	11,77	14,01	17,40
	17,5%	10,44	11,78	13,58	16,13	20,00
	18,5%	11,93	13,44	15,48	18,35	22,72

Indikativt Aktiepris		WACC				
		11,2%	10,2%	9,2%	8,2%	7,2%
EBITDA- marginal	14,5%	6,13	6,92	7,99	9,50	11,78
	15,5%	7,63	8,59	9,88	11,70	14,46
	16,5%	9,13	10,26	11,77	13,91	17,14
	17,5%	10,57	11,86	13,58	16,01	19,70
	18,5%	12,07	13,53	15,48	18,22	22,38

Risiksexponering mot basmetallers prisutveckling och investeringsvilja från gruvbolag. Efterfrågan på Drillcons tjänster drivs av råvarupriser och gruvbolagens investeringsvilja. Således är Bolagets intjäning cyklisk. Vidare är verksamheten beroende av större ordervärden där flertalet bokförs som stora kundfordringsposter. Kundfordringarna har gått från att omsättas 56 dagar (2016) till 81 dagar (Q3 2017), vilket medför större operationell risk och lägre kvalitet på vinsterna i Bolagets resultaträkning.

ÖVERSIKT



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 %.

Medistim (eller "Bolaget") är ett norskt bolag inom medicinteknik som varit verksamt i 30 år. Bolaget säljer utrustning och förbrukningsvaror till sjukhus i över 60 länder via såväl distributörer som i egen regi.

Marknadsledande position och låg sannolikhet för ökad konkurrens. Medistim är marknadsledande inom kvalitetskontroll och övervakning av hjärtoperationer, och Bolaget har idag en marknadsandel om 75 % inom denna nisch globalt¹. Sett till alla hjärtoperationer, såväl med som utan kvalitetskontroll, har Medistim en marknadsandel om cirka 30 %, resterande del utgörs primärt av manuella metoder. Genom strategiska samarbeten med forskare och kirurger har Medistim byggt upp en ledande marknadsposition under flera decennier. Detta, samt att marknads storlek uppgår till 4 mdNOK, gör att risken för att nya konkurrenter etableras bedöms vara låg.

Tillväxt genom att ta marknadsandelar från manuella metoder. Medistims marknadsandelar i Skandinavien, Tyskland och Japan är 70-80 %, och på dessa marknader är Bolagets produkter standard vid hjärtoperationer. Alternativet till Medistims produkter är primärt en manuell metod, som i kliniska försök visat sig vara riskfylld. Där förlitar sig patienten på kirurgens förmåga att kontrollera puls och flöde genom att känna på blodådran med handen. Avgörande för att Medistims metod ska nå samma penetrationsgrad i andra länder är att bli rekommenderat alternativ även på dessa marknader. Medistim genomför nu en studie i USA, som förväntas vara färdig under 2017, med just detta syfte. Preliminär data har redan släppts, som i likhet med undersökningar på andra marknader påvisat goda resultat. Bolaget guidar även om att ökade legala krav är en viktig katalysator för migration från manuell behandling till kvalitetssäkringssystem.

Skalbar affärsmodell med återkommande intäkter. Bruttomarginalen, mätt som kvartalsdata, har sedan 2008 i snitt varit 74% med en standardavvikelse på 2,6 %. Sett till kapitaleffektivitet så har Bolaget sedan 2008 uppvisat positiv EVA och stabil ROE runt 20 %. WC/Sales är relativt konstant och kundfordringarna och lagret utgör sedan 2008 80 % av försäljningen med en standardavvikelse om 6 % respektive 8 %, mätt som kvartalspunkter. Sammantaget indikerar detta att Bolaget alltjämt är kapitaleffektivt och att affärsmodellen fungerar väl. De interna riskerna bedöms därför som låga.

Försäljningsstrategin bygger dels på att sälja via distributörer, och dels i egen regi. På alla marknader utom den amerikanska säljs först utrustning, därefter kommer en återkommande intäktsström i form av förbrukningsvaror. De återkommande intäkterna följer under i genomsnitt 5 år. Återkommande intäkter står för cirka 58 %

NUVARANDE KURS

71,75 NOK

VÄRDERINGSINTERVALL (2018)

66,7 NOK

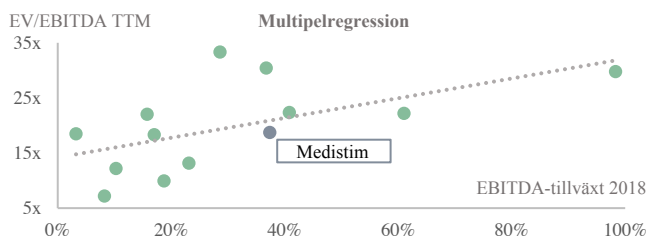
103 NOK

128 NOK

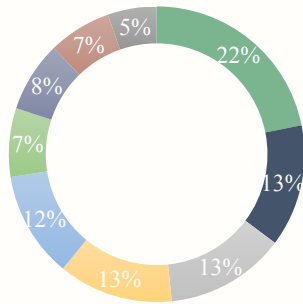
av omsättningen, en siffra som sannolikt kan öka i takt med att USA blir en allt större marknad. I USA tar Bolaget vanligtvis betalt per användning, vilket ger jämnare intäktsströmmar och högre marginaler med ~5 procentenheter. Under Q3 ökade antalet sålda system med 134 % i USA och försäljningsstyrkan har utvidgats. Med en marknadsandel om 17,5 % samt en årlig försäljningstillväxt om 15-20 % bedöms Medistim vara starkt positionerat för lönsam tillväxt framöver i USA.

Strukturell tillväxt i utvecklingsländer. Antalet hjärtoperationer bedöms öka i takt med att allt fler utvecklingsländer anammar västerländsk livsstil samt att snittlivslängden ökar. I Kina utförs exempelvis 50 000 operationer årligen där Medistims produkter kan användas, och tillväxten i antal operationer är 10 %. Medistim har idag en marknadsandel om 30 % i Kina och närvaron på just tillväxtmarknader förväntas öka. 2013 utgjorde andelen av befolkningen som är under 30 år 52,7 % i utvecklingsländer, en siffra som enligt Euromonitor förväntas falla till 46,5 % 2030, samtidigt som befolkningen ökar². Ungefär 85 % av världens befolkning lever idag i utvecklingsländer. Eftersom denna marknad bedöms växa med 5 – 10 % för Medistim är den en viktig källa till framtida tillväxt.

EV/EBITDA om 12,8 2018E ger potentiell uppsida om 63 % i ett base-scenario. Tillväxten bedöms kunna nå 12 – 15 % 2017 och 2018, främst drivet av att bolaget fortsätter ta marknadsandelar. EBITDA-marginalen prognosticeras nå 25 – 27 % till följd av att såväl marknadsandelen i USA som de återkommande intäkterna växer. I en multipelregression för 2018, med EBITDA-tillväxt mot nuvarande EV/EBITDA multipel, indikeras en targetmultipel om 21x, motsvarande en uppsida om 13 %. Sett till 2018 är en uppsida på 63 % rimlig, enligt samma resonemang. Vidare bör en premie relativt peers vara motiverad till följd av Bolagets ledande position, de låga incitamenten för konkurrenter att etableras, den höga andelen återkommande intäkter och kvaliteten i intjäning och lönsamhet historiskt. En EV/EBITDA multipel om 23x, motsvarande en premie om 11 %, är försvarbar om detta scenario spelar ut 2018. Detta motsvarar en uppsida om 80 %. Skulle bolaget istället växa EBITDA med 10 % per år blir utsikterna en nedsida om 6 % för 2018.

¹ Medistim² Euromonitor, <http://blog.euromonitor.com/2014/05/emerging-markets-account-for-90-of-the-global-population-aged-under-30.html>

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ



■ Kassa ■ Net Gaming ■ Tourn International
 ■ A City Media ■ Drillcon AB ■ Axxkid
 ■ DDM Holding ■ Matra Petroleum ■ Stille

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

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

BÖRS & SENTIMENT

Vi börjar närma oss slutet för rapportperioden för de större Bolagen, däremot inväntas fortfarande rapporter från flera mindre Bolag, vilket kan öppna upp för intressanta köplägen. I veckan steg Net Gaming, vilket dels berodde på att Catena Media, som har en likartad verksamhet, lämnade en stark rapport. Dels är uppgången hänförlig till att Net Gaming kommunicerade att de ämnar genomföra ett mindre förärv. Bolaget fortsätter sin tillväxtresa och marknaden ser ut att vara fortsatt stark. Vi ser fram emot rapporten den 23:e november för att närmare kunna syna bolagets position.

Börsen som helhet värderas till P/E 16,9 för 2018, med en förväntad vinsttillväxt på 7,4 %. Det är en hög prislapp, men sentimentet är starkt. Om börsen fortsätter att rekylera tror vi att det kan utgöra goda köplägen. Vi tror dock fortsatt att det i denna miljö är viktigt att vara selektiv som investerare.

Senaste veckan har Aktietorgets Index tappat 2,1 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som föll med 2,6 %. Nedgången i OMXS30 har dock skett till allt lägre volym. Portföljens utveckling summerade till +0,74 %.

DRILLCON

Drillcon har under 2016 och 2017 gjort stora investeringar och omstrukturerat verksamheten vilket resulterat i förbättrad lönsamhet och tillväxt. Drillcon väntas växa med 29 % 2017E och 11 % 2018E, drivet av stigande metallpriser och ökad investeringsvilja från gruvbolagen. Vidare väntas EBITDA-% uppgå till 16,5 %. Givet dessa antaganden värderas Drillcon till EV/EBITDA om 5,7x på 2018E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 55 %.

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 %.

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. Om förvärvet som annonserades i fredags genomförs sker det till attraktiva multiplar och mycket goda marginaler.

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 WTI handlas nu i 56,75 \$/fat. Trots en stark utveckling för Matra i veckan är vår bedömning 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 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.

Staffan Bülow äger aktier i: Ad City Media, Net Gaming, DDM, Tourn International och Drillcon.

Wilhelm Sondén äger aktier i: Drillcon och Net Gaming.

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.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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