

PORTFÖLJEN

Nr 1, OKTOBER 2017, v. 40

VECKANS UPPLAGA

WAYSTREAM

Bolaget handlas till EV/EBIT 12,8 för 2018, och uppsidan bedöms vara 40 %. Läs om Waystream på *sida 3*

NOVOTEK

Strategiskifte skapar en intressant position, samtidigt som värderingen är attraktiv. Läs mer om Novotek på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Fortsatt hög riskvilja borgar för en intressant börshöst” på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
Ad City Media	3	2017-10-01	98,5 kr	0,5 %
Drillcon	3	2017-10-03	8,2 kr	0 %
Net Gaming Europe	3	2017-10-01	10,8 kr	0,4 %
Tourn International	3	2017-10-01	15,7 kr	16,5 %
Duroc	3	2017-10-01	28,6 kr	1,4 %
Axkid	3	2017-10-01	11,95 kr	2,3 %
Matra Petroleum	3	2017-10-01	7,2 kr	-4,2 %
Stille	3	2017-10-01	57,5 kr	0,9 %
We are Qiiwi	3	2017-10-01	6,4 kr	0 %
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	-1 %
Waystream Holding	3	2017-10-08	11 kr	0,1 %

WAYSTREAM HOLDING

Waystream väntas lämna en kostnadsintensiv period bakom sig för att fokusera på ökad försäljning av den nya produktplattformen MPC480. Med strukturell tillväxt på den Nordiska marknaden och internationell expansion väntas försäljningen öka kraftigt framgent. Minskade investeringar väntas resultera i marginalexpansion. I base case värderas bolaget till EV/EBIT om 12,8 på 2018E. Gentemot peers snittvärdering om EV/EBIT 17,9 finns en uppsida om 40 %.

NOVOTEK

Novotek förväntas vända den historiskt låga tillväxttrenden till följd av en satsning på produktområdet cybersäkerhet samt ett nyligen genomfört förvärv som möjliggör expansion på ny geografisk marknad. I ett bull case handlas Bolaget till EV/EBITDA om 7,6 på 2019 års prognos. Jämfört med peers vilka värderas till en EV/EBITDA-median om 12,1 finns en potentiell uppsida om 59 % på 2019E. Motsvarande nedsida uppgår till -18 %.



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/

WAYSTREAM HOLDING

ANALYTIKER: GUSTAV FURENMO

ÖVERSIKT



Waystream väntas lämna en kostnadsintensiv period bakom sig för att fokusera på ökad försäljning av den nya produktplattformen MPC480. Med strukturell tillväxt på den Nordiska marknaden och internationell expansion väntas försäljningen öka kraftigt framgent. Minskade investeringar väntas resultera i marginalexpansion. I base case värderas Bolaget till EV/EBIT om 12,8 på 2018E. Gentemot peers snittvärdering om EV/EBIT 17,9 finns en uppsida om 40 %.

NUVARANDE KURS

11,1 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

8,0 kr

15,6 kr

21,5 kr

Waystream Holding ("Waystream" eller "Bolaget") utvecklar och säljer mjukvarubaserad infrastruktur så som routrar och switchar. Primära kundgrupper består av telekom- och tjänsteleverantörer. Bolagets huvudmarknad utgörs av Norden men fokus riktas nu även mot andra marknader i Europa och Asien.

Huvudmarknad väntas växa om 14,4 % CAGR fram till 2020E.

Waystream genererar drygt 40 % av sin omsättning i Sverige. Den svenska marknaden för fiber- och bredbandsrelaterad utrustning betonas av en stark underliggande tillväxt. Detta är till följd av regeringens bredbandsmål om att 90 % av Sveriges hushåll och företag ska ha tillgång till höghastighetsbredband 2020. För att bredbandsmålet ska uppnås krävs en CAGR om 14,4 % fram till 2020E. Bredbandsutbyggnaden medför att investeringar från nätoperatörer uppskattas till 7-10 mdSEK per år. Således leder Waystreams marknadspositioner till exponering mot stark strukturell tillväxt kommande år.

Kostnadskrävande produktutveckling övergår till ökat försäljningsfokus. 2015-2017 har betonats av stort fokus på produktutveckling. Detta har belastat Bolagets resultat och möjligheter att fokusera på försäljning. Efter framgångsrika initiala produkttester är den nya produktplattformen MPC480 färdigutvecklad. Plattformen tillåter ökad kapacitet, vilket leder till att Bolaget kan adressera en större kundgrupp, däribland nationella operatörer. Vidare kompletterar MPC480 den befintliga produktportföljen och stärker Bolagets möjlighet att agera som helhetsleverantör. Kommersiella installationer har utförts under 2017 och stärker bolagets tillväxtmöjligheter framgent.

Internationell expansion med genombrottsorder från Indien.

Q1-2017 inkom en genombrottsorder om cirka 3 MSEK från den indiska marknaden. Ordern innefattar installation av den nya produktplattformen MPC480. Det innebär att den nya produkten är konkurrenskraftig och att bolaget kapitaliserar på den produktutveckling som bedrivits. Vidare finns det ett styrkebesked i att Waystream framgångsrikt lyckats penetrera den indiska marknaden, en marknad som kännetecknas av trögtrörliga byråkratiska processer. 2021 väntas antalet internetanvändare i Indien uppgå till 636 miljoner. Antalet användare uppgår idag till cirka 460 miljoner.¹ Således kommer infrastruktur för fibernät och andra kringprodukter behöva utökas för att möta den ökade efterfrågan. Detta väntas gynna Waystreams försäljning framgent.

I ett base case värderas Waystream till EV/EBIT om 12,8 på 2018 års prognos. I ett base case väntas Bolaget uppnå en omsättning om 80,3 respektive 101,2 MSEK för 2017 och 2018. Det motsvarar en tillväxt om 34 % respektive 26 %.

Tillväxten motiveras av strukturell tillväxt på den svenska marknaden samt internationell penetration. Vidare estimeras Bolaget stärka EBIT-marginalen till 6 % 2018. Marginalexpansionen hänförs till minskade investeringar samt skalfördelar i affärsmodellen. I ett *bear case* väntas Bolaget uppnå en tillväxt om 31 % respektive 20 % för 2017 och 2018. EBIT-marginalen expanderar inte och hamnar på 3,3 % 2018. Det resulterar i en EV/EBIT-multipel om 24,8 på 2018 års prognos. I ett *bull case* leder ökat försäljningsfokus till en tillväxt om 34 % respektive 33 % 2017 och 2018. Det förutsätter en lyckad internationell expansion. Tillväxten medför skalfördelar och leder till en EBIT-marginal om 8,2 % 2018. Det resulterar i en EV/EBIT-multipel om 8,9 på 2018 års prognos. Sammantaget utgör *base case* en rimlig utveckling men förutsätter att tillväxten består och att konservativ kostnadskontroll beaktas.

tSEK (base case)	2016 A	2017 E	2018 E
Omsättning	60 000	80 350	101 241
Tillväxt (Y/Y)	N/A	34 %	26 %
Adj EBIT	- 5 914	- 2 371	6 098
EBIT-%	- 9,9 %	- 3,0 %	6,0 %
EV/S	1,10	0,97	0,77
EV/EBIT	N/A	- 32,83	12,77

Indikativ uppsida om 40 % på 2018E jämfört mot peers. Peers utgörs av bolag som är verksamma på marknaden för fiber- och nätverksprodukter samt operatörer av relaterade tjänster. Snittet för peers sett till EV/EBIT är 19,9. Eftersom Waystream är ett bolag i omogen fas justeras denna multipel ner med 10 % för att spegla den behäftade risken. Därmed utgör en EV/EBIT-multipel om 17,9 en targetmultipel för Bolaget. I ett *base case* värderas Waystream till EV/EBIT om 12,8 på 2018E, motsvarande en uppsida om 40 %.

Peers	EBIT-%	EV/S	EV/EBIT
Alcadon	11,7	2,33	20,1
Hexatronic	9,2	2,19	23,0
Bredband2	7,9	1,36	17,1
DistIT	3,1	0,49	15,8
Bahnhof	11,5	2,33	20,2
Transtema	8,4	2,00	23,2
Medel	8,6	1,78	19,9
Medel-justerad	-	1,61	17,9

Primära riskfaktorer ligger i skifte till försäljningsorganisation och hård konkurrenssituation. Bolaget ökade under första halvåret 2017 omsättningen med 39 % jämfört med samma period 2016. Däremot leder den korta historiken till osäkerhet rörande uthålligheten i denna trend. Vidare konkurrerar Bolaget med stora aktörer så som Cisco, Huawei och HP. Slutligen råder låg omsättning i aktien och därmed förväntas hög volatilitet och begränsade möjlighet att avvyrta eventuella aktieinnehav.

ÖVERSIKT



Novotek förväntas vända den historiskt låga tillväxttenden till följd av en satsning på produktområdet cybersäkerhet samt ett nyligen genomfört förvärv som möjliggör expansion på ny geografisk marknad. I ett bull case handlas Bolaget till EV/EBITDA om 7,6 på 2019 års prognos. Jämfört med peers vilka värderas till en EV/EBITDA-median om 12,1 finns en potentiell uppsida om 59 % på 2019E. Motsvarande nedsida uppgår till -18 %.

NUVARANDE KURS

30kr

VÄRDERINGSINTERVALL

24kr

38kr

47kr

Novotek ("Novotek" eller "Bolaget") levererar tjänster och produkter inom industriell IT och automationslösningar. Bolaget är verksamma i Norden och Beneluxländerna, och har en kundbas inom flertalet branscher, exempelvis energi, livsmedel och läkemedel. Novotek har över 2000 kunder per år, däribland Astra Zeneca, Fortum, Novo Nordisk och Stora Enso.

Marknaden för cybersäkerhet estimeras växa om 33 % CAGR fram till 2020E. Novotek ska börja leverera tjänster inom cybersäkerhet. Bolaget har samarbetspartners (bl.a. GE och PTC) vilka ska utveckla tjänster inom cybersäkerhet. Enligt en rapport från Markets and Markets (2015) estimeras marknaden för cybersäkerhet växa från 6,89 mdUSD 2015 till 28,9 mdUSD 2020 vilket motsvarar en årlig marknadstillväxt om 33 %. Vidare har Bolaget upplevt en stor efterfrågan från både befintliga och nya kunder inom cybersäkerhet.

Förvärv av Kerrco Automation möjliggör marknadspenetration i Storbritannien och Irland. 28 september förvärvades Kerrco Automation för ca 28 MSEK. Förvärvet finansierades med Bolagets kassa. Kerrco Automation är verksamma i Storbritannien och Irland inom samma produktområden som Novotek. Förvärvet innebär att Bolaget kan penetrera en ny geografisk marknad. Räkenskapsåret 2016/2017 omsatte Kerrco 41 MSEK med en EBITDA-marginal om 10,5 %. Kerrco förvärvades till en P/S-multipel om 0,7 och en P/EBITDA-multipel om 6,5. Då Novotek värderas till EV/EBITDA om 12,4 och P/S 1,5 på rullande 12 månader, leder förvärvet till multipelarbiterage.

R12M	Köpeskilling (MSEK)	Omsättning (MSEK)	EBITDA-%	P/S
Kerrco Automation	28	41,4	10,5%	0,7
Novotek	NA	215,5	10,5%	1,5

I ett bull case värderas Novotek till EV/EBITDA om 6,8 på 2019 års prognos. I ett bull case estimeras Bolagets uppnå en omsättning om 228 MSEK 2017, motsvarande en tillväxt om 8 %. Tillväxten är driven av förvärvet och påbörjad försäljning av tjänster inom cybersäkerhet. Vidare väntas EBITDA-marginalen sjunka till 10 %, hänförligt till tillfälliga integrationskostnader av förvärvet. På 2018 års prognos väntas Bolaget växa med 28 %. Omsättningsökningen är en följd av ökad orderingång från produktområdet cybersäkerhet och att Kerrco Automation har konsoliderats fullt ut. Vidare förväntas EBITDA-marginalen stärkas till 11 % till följd av att integrationskostnader upphört, vilket resulterar i EV/EBITDA om 9,1 på 2018E. På 2019 års prognos uppnår Novotek deras tillväxtmål om 15 % och bibehåller lönsamheten. Givet antaganden om tillväxten och lönsamheten kommer Bolaget att värderas till

EV/EBITDA om 7,6 och en EV/S 0,8 på 2019E. I ett bear case estimeras Bolagets samarbetspartners inte färdigställt produkter inom cybersäkerhet vilket försämrar tillväxten och omsättningen estimeras till 213 MSEK 2019E. Vidare estimeras lönsamheten sjunka till följd av ökade integrationskostnader från förvärvet. Detta resulterar i en EV/EBITDA om 14,7 och en EV/S om 1,3 på 2019E i ett bear case.

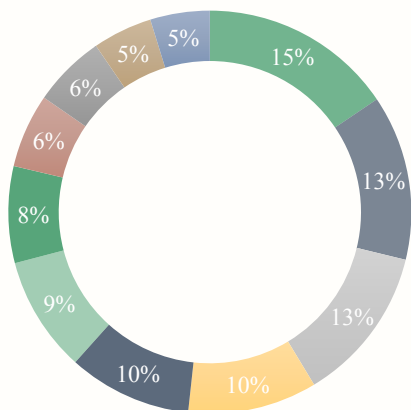
MSEK	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	212	228	292	336
Tillväxt (Y/Y)	-3%	8%	28%	15%
EBITDA	22,9	22,8	31,0	37,0
EBITDA-%	10,8%	10,0%	10,6%	11,0%
EV/EBITDA	12,3	12,3	9,1	7,6
EV/S	1,3	1,2	1,0	0,8

Indikerad uppsida om 59 % på 2019E jämfört mot peers. Peers utgörs av bolag som är verksamma inom IT och automation. Vidare har peers liknande storlek och lönsamhet. Medianen för peers sett till EV/EBITDA uppgår till 12,1 och motsvarande siffra för EV/S är 1,7. I ett bull case värderas Novotek till ett EV/EBITDA om 7,6 och jämfört med peers finns således en indikerad uppsida om 59 %.

R12M	EV	EBITDA-%	EV/EBITDA	EV/S
Avega	346	9,7%	8,0	0,8
B3IT	635	7,4%	17,1	1,2
Diadrom	122	7,3%	13,9	2,2
Enea	1300	25,2%	10,2	2,4
Genesis IT	280	32,0%	7,1	3
Prevas	247	1,9%	20,6	0,3
Medel	488	14%	13	2
Median	313	9%	12,1	1,7
Novotek	281	10,5%	12,4	1,2
Novotek 19E		11%	7,6	0,8
Uppside			59%	103%

Primära risker är integration av förvärv samt satsningen på cybersäkerhet. Den primära risken är att Bolaget inte uppnår tillväxten som estimeras från förvärvet och produktområdet cybersäkerhet. Vidare finns en risk att det uppstår svårigheter i integration av Kerrco Automation vilket kan pressa lönsamheten. Konkurrensen inom cybersäkerhet är hög och det finns flertalet etablerade aktörer. Därmed finns en risk att Bolaget inte uppnår ökad försäljning från nya och befintliga kunder inom detta produktområde.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ



- Kassa (15%)
- Drillcon (13%)
- Tourn International (10%)
- Axxkid (8%)
- Stille (6%)
- DDM Holding (5%)
- Ad City Media (13%)
- Net Gaming Europe (10%)
- Duroc (9%)
- Matra Petroleum (6%)
- We are Qiiwi (5%)

AKTIE	BETYG (1 – 5)
Ad City Media	3
Drillcon	3
Net Gaming Europe	3
Tourn International	3
Duroc	3
Axxkid	3
Matra Petroleum	3
Stille	3
We are Qiiwi	3
DDM Holding	3
Waystream Holding	3

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

BÖRS & SENTIMENT

Riskviljan på börsen är fortsatt hög, vilket bland annat indikeras av det stora intresset bland investerare att delta i börsnoteringar. I veckan sågs bland annat We are Qiiwi bli övertecknad med 1 140 %, och den större noteringen Balco steg i premiärhandeln med 17 %. Eftersom hösten bjuder på flera börsnoteringar och emissioner, tror AG att dessa är viktiga indikatorer att följa för att bedöma den generella riskviljan. Givet detta och att Stockholmsbörsen haft en lång svit av uppgångsdagar, anser AG att eventuella rekylar kan utgöra bra köpmöjligheter.

Senaste veckan har Aktietorgets Index klättrat med 0,38 %, marginellt sämre än OMXS30, medan portföljen stigit med 1,8 %.

AD CITY MEDIA

Bolaget har haft ett svagt år på börsen, trots ökad omsättning och lyckad konsolidering av förvärv. Enligt våra estimat handlas Bolaget till EV/EBITDA ~8,5 för 2017E, vilket är attraktivt givet potential för omsättningstillväxt samt de höga rörelse-marginalerna. I veckan kommunicerades en ny order, en indikation på att Bolaget är välpositionerat för ökad organisk tillväxt.

NOVOTEK

Bolaget förväntas vända den historiskt låga tillväxttrenden till följd av en satsning på produktområdet cybersäkerhet samt ett nyligen genomfört förvärv som möjliggör expansion på ny geografisk marknad. I ett bull case handlas Bolaget till EV/EBITDA om 7,6 på 2019 års prognos.

Vi tror att det kommer uppstå möjligheter till bättre köplägen framöver, och har därför Novotek på sidlinjen tills vidare.

WAYSTREAM

Waystream väntas lämna en kostnadsintensiv period bakom sig för att fokusera på ökad försäljning av den nya produktplattformen MPC480. Med strukturell tillväxt på den Nordiska marknaden och internationell expansion väntas försäljningen öka kraftigt framgent. Minskade investeringar väntas resultera i marginalexpansion. I base case värderas Bolaget till EV/EBIT om 12,8 på 2018E. Gentemot peers snittvärdering om EV/EBIT 17,9 finns en uppsida om 40 %. Senaste tidens pressmeddelande indikerar att Bolaget är på rätt väg, och vi ser stor potential till hög risk.

TOURN INTERNATIONAL

Bolaget fortsätter sin tillväxtresa, och månadsrapporterna indikerar att ledningen framgångsrikt exekverar på Bolagets nya strategi. Trots hög värdering sett till rullande multiplar, ser vi stor potential under kommande år, primärt genom satsningar mot YouTube som MCN-nätverk. Dessutom finns indikationer på att ordena blir allt större och att Tourn mer och mer blir en helhetsleverantör. Tillväxtpotentialen för 2018 bedöms därmed som stor, och dagens värdering ser inte ansträngd ut när vi blickar mot 2018.

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, Duroc, Axxid, Matra Petroleum, Stille, (ansökt om tilldelning i We are Qiiwi) och DDM Holding. Ämnar köpa aktier i Waystream.

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

Staffan Bülow äger aktier i: Ad City Media, Net Gaming, Tourn International, Matra Petroleum, (Ansökt om tilldelning i We Are Qiiwi), DDM Holding.

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