

PORTFÖLJEN

Nr 10, DECEMBER 2017, v. 49

VECKANS UPPLAGA

DEDICARE

Löneglidning och låga inträdesbarriärer pressar
Läs mer om Dedicare på *sida 3*

PROACT IT GROUP

Allt längre kontrakt, potential för fler förvärv och goda
tillväxtutsikter
Läs mer om Proact IT Group på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Fortsatt hög andel kassa”
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 4,23 %, OMXS30 -1,82 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-18,3%	02 Okt 16 Okt 30 Okt 13 Nov 27 Nov FÖRDELNING % - Kassa - Drillcon - DDM Holding - Net Gaming - Alcaddon - Nordic Leisure - Tourn International - Medistim
DDM Holding	3	2017-10-01	52,50 kr	0,0%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,30 kr	-15,0%	
Alcaddon	3	2017-11-26	38,90 kr	-3,6%	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	22,90 kr	3,9%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	47,8%	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	-0,3%	

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



DEDICARE

Dedicare är verksamma inom vårdbemanning i Sverige och Norge. Till följd av löneglidning och låga inträdesbarriärer, förväntas Dedicares EBIT-marginal sjunka från 10,7 % 2016A till 8,9 % 2019E i ett base scenario. Targetmultipeln sätts till 8,7x EV/EBIT 2019E baserat på peers. Med en värderingsmetod där en DCF- och multipelvärdering tilldelas lika vikt, finns en nedsida om 14,6 %.

PROACT IT GROUP

Proact har under 2017 förändrat sitt fokus mot kontrakt med längre löptider där främst bolagets moln- och supporterbjudanden återfinns, förändringen estimeras innebära förbättringar i form av en högre bruttomarginal. Under 2017 förvärvade Proact det tyska bolaget Teamix och bedöms framgent ha goda förutsättningar till framtida förvärv, sett till bolagets finansiella ställning, med en Net Debt/EBITDA om 0,53x. En DCF-värdering indikerar en potentiell uppsida om 26,4 %.

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/

DEDICARE AB

ANALYTIKER: GUSTAV NILSSON, JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



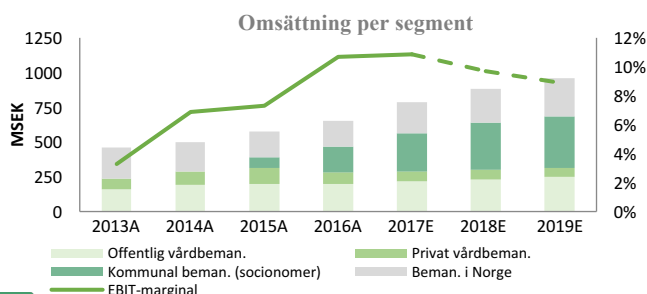
Dedicare är verksamma inom vårdbemanning i Sverige och Norge. Till följd av löneglidning och låga inträdesbarriärer, förväntas Dedicares EBIT-marginal sjunka från 10,7 % 2016A till 8,9 % 2019E i ett base scenario. Targetmultipeln sätts till 8,7x EV/EBIT 2019E baserat på peers. Med en värderingsmetod där en DCF- och multipelvärdering tilldelas lika vikt, finns en nedsida om 14,6 %.

Dedicare AB ("Dedicare" eller "Bolaget") erbjuder bemanning av läkare, sjuksköterskor, socionomer och pedagoger. Bolaget är verksamma i Sverige och Norge.

Löneglidning bland sjuksköterskor väntas pressa lönsamheten. Hög efterfrågan på sjuksköterskor har under 2016 lett till att deras löner ökat 1,1 procentenheter mer än arbetskostnadsindex, vilket är underlag för ramavtalens ersättningsnivåer.¹ Fortsatt löneglidning estimeras framgent, vilket förväntas pressa lönsamheten. Personalkostnaderna har senaste 12 månaderna utgjort 70,5 % av Dedicares totala kostnader.

Låga inträdesbarriärer väntas öka konkurrensen. Marknaden för vård- och socionombemanning karaktäriseras av låg kapitalbindning och låga etableringskostnader. Detta gör att branschens inträdesbarriärer betraktas som låga. Tio jämförbara socionombemanningsföretag uppvisade 2016 en genomsnittlig EBIT-marginal om 21,1 % medan Dedicares uppgick till 10,9 %.² Dedicare redovisar inte lönsamhet för de olika segmenten, men utifrån branschstrukturerna bör EBIT-marginalen inom socionombemanning vara betydligt högre. Vidare stärks detta ytterligare av att EBIT-marginalen före starten av socionombemanningen uppgick till 6,9 % 2014, jämfört med 2016 där den steg till 10,7 %.

Uthyrningen av socionomer estimeras växa långsammare framgent. Dedicares socionombemanning har sedan starten 2015 ökat kraftigt, drivet av en ökning av antal asylsökande. 2016 utgjorde segmentet 29 % av omsättningen medan tillväxten i resterande verksamhetsområden uppgick till -7,1 % årligen 2015-2016. Under 2017E-2020E estimeras antalet asylsökande minska med 84 % jämfört med rekordnivåerna 2015, vilket väntas minska efterfrågan.³ Enligt Dedicares ramavtal med SKL betalar kommunerna för en inhyrd socionom ca 127,0 tSEK i månaden. En direktanställd socionom med 10 års erfarenhet kostar i genomsnitt 47,7 tSEK per månad för kommunerna. Den höga kostnaden väntas ge lägre tillväxt till följd av sjunkande priser och volymer, vilket även slår mot EBIT-marginalen, som estimeras till 8,9 % 2019E.



NUVARANDE KURS
91,25 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

48,8 kr

76,7 kr

125,4

Landstingen arbetar för ett oberoende av vårdbemanning. I januari fastslogs en handlingsplan från arbetsgivarorganisationen SKL att minska beroendet av inhyrd vårdpersonal till 1 januari 2019. Historiskt så har liknande projekt misslyckats. Region Skåne har utifrån denna handlingsplan under Q3 2017 minskat sina kostnader för inhyrd vårdpersonal med knappt 40 % i förhållande med jämförbart kvartal. Detta ger en indikation om att handlingsplanen kan ge effekt.

Sjuksköterskebrist, operationell effektivitet och direktavkastning om 5 % kan ge stöd för nuvarande värdering. I både Sverige och Norge råder brist på sjuksköterskor. Då privata arbetsgivare erbjuder 7,0 % högre löner jämfört med landstingen, förväntas Dedicare ha en konkurrensfördel vid personalrekrytering.¹ Bolaget har även sett till årets utdelning en direktavkastning om 5 %. Tillsammans med en historik av operationell effektivitet väntas det kunna ge stöd för kursen framöver.

Base scenario	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning (mSEK)	650	785	885	960
EBIT	70	85	86	85
EBIT-marginal (%)	10,7 %	10,9 %	9,7 %	8,9 %
EV/EBIT	8,2x	8,6x	8,6x	8,6x

I ett base scenario estimeras omsättningstillväxten 2017E-2019E till 10,6 % CAGR. Fortsatt löneglidning och hårdare konkurrens väntas pressa marginalen från 10,9 % 2017E till 8,9 % 2019E. På längre sikt väntas EBIT-marginalen stabiliseras kring 7,0 % i linje med bolagets långsiktiga mål. För multipelvärderingen används en framåtblickande EV/EBIT targetmultipel om 8,7x 2019E, baserat på relevanta peers.⁴ Viktat med en DCF-värdering där WACC uppgår till 10,0 % resulterar detta i en motiverad nedsida om -16,0 % från dagens kurs.

I ett bull scenario estimeras omsättningstillväxten 2017E-2019E till 16,4 % CAGR till följd av fortsatt hög efterfrågan på socionomer och sjuksköterskor. EBIT-marginalen estimeras 2019E uppgå till 11,1 %. Targetmultipeln sätts till 9,6x baserat på peers. Viktat med DCF-värderingen ger detta en motiverad uppsida om 37,0 % från dagens kurs.

I ett bear scenario förväntas SKL:s handlingsplan vara framgångsrik, vilket gör att omsättningstillväxten estimeras till 0,4 % CAGR 2017E-2019E. De låga inträdesbarriärerna väntas ge högre konkurrens inom samtliga segment och EBIT-marginalen estimeras 2019E uppgå till 7,9 %. En viktad DCF och multipelvärdering där targetmultipeln antas till 7,5x EV/EBIT 2019E, resulterar detta i en motiverad nedsida om -46,5 % från dagens kurs.

PROACT IT GROUP AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON, DANTE HAQUÉS

ÖVERSIKT



Proact har under 2017 förändrat sitt fokus mot kontrakt med längre löptider, där främst bolagets moln- och support-erbjudanden återfinns, förändringen estimeras innebära förbättringar i form av en högre bruttomarginal. Under 2017 förvärvade Proact det tyska bolaget Teamix och bedöms sett till bolagets finansiella ställning, med en Net Debt/EBITDA om 0,53x, ha goda förutsättningar till förvärv framgent. En DCF-värdering indikerar en potentiell uppsida om 26,4 % i ett base scenario

Proact IT Group AB ("Proact" eller "Bolaget") är en av Europas ledande integratörer av datacenter och molntjänster. Bolaget har två verksamhetsgrenar inom system- och tjänsteintäkter där de hanterar datalagring och konsulttjänster kring datahanteringen. Proact är idag verksamt i 15 olika länder i Europa och Nordamerika.

Större fokus på kontrakt med längre löptider väntas öka Proacts bruttomarginal under 2017E och 2018E. Proact valde under 2016 att öka fokus mot kontrakt med längre löptider om 3-5 år, vilka främst återfinns i Proacts tjänstesegment, där moln- och supporttjänster inkluderas. Marknaden för molntjänster väntas enligt Gartner öka med en CAGR om 22% fram till 2020.¹ För Proact väntas intäkterna från moln- och supporttjänster växa med 18 % 2018E, samtidigt som omsättningen från tjänstesegmentet som helhet väntas växa med 7,7 %. Tjänsteintäkterna väntas öka från 33 % till 35 % av omsättningen 2018E, till följd av en högre tillväxttakt i tjänstesegmentet relativt den totala omsättningen. Då tjänstesegmentet kännetecknas av högre bruttomarginaler, innebär detta att bolaget väntas kunna förbättra bruttomarginalen med 0,4 procentenheter 2018E. Sammantaget beräknas EBITDA-marginalen uppgå till 7,3 under 2018E.

Kassaflödesmarginal om 8 % samt en Net Debt/EBITDA om 0,53x möjliggör förvärv framgent. Proact har sedan 2013 förvärvat i genomsnitt ett bolag per år. Under Q1 2017 slutförde Proact förvärvet av det tyska bolaget Teamix GmbH för 9 MEUR, motsvarande P/E 8x. Teamix har ett liknande produktutbud som Proact och omsätter cirka 350 MSEK. Teamix estimeras öka försäljningen i Västeuropa med 39 % till 2018E och ge bättre möjligheter för bolaget att växa i Tyskland.

Vidare har ledningen uttalat sig om en strategi att etablera sig på nya marknader genom förvärv, vilket sett till Proacts nuvarande finansiella situation bedöms som möjligt. Med en kassaflödesmarginal om 8 % och Net Debt / EBITDA på 0,53x för Q3 2017 finns god finansiell bas för framtida förvärv.

Proact värderas i ett base scenario till EV/EBITDA 7,3x 2018E. Bolagets omsättning väntas växa med 12,8 % 2017E och 3,4 % 2018E. Tillväxten under 2017E drivs främst av förvärvet av Teamix men också av bolagets ökade fokus på tjänsteutbudet, vilket även förväntas driva omsättningstillväxten 2018E. EBITDA-marginalen estimeras 2018E uppgå till 7,3 % till följd av att tjänsteintäkter utgör en större del av omsättningen, vilket sammantaget leder till att Proact värderas till EV/EBITDA 7,3x 2018E.

NUVARANDE KURS

185,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

158,7 kr

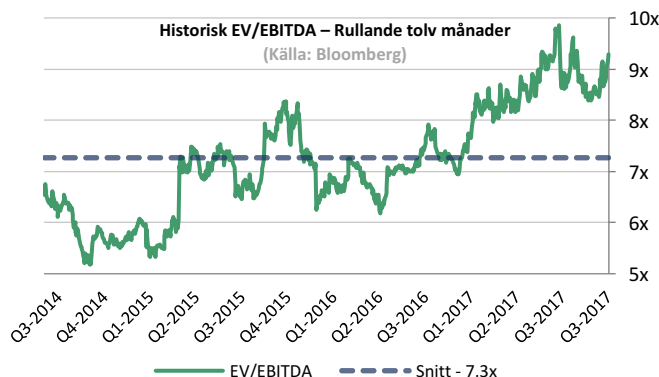
232,0 kr

261,7kr

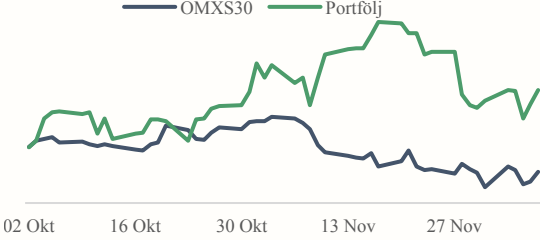
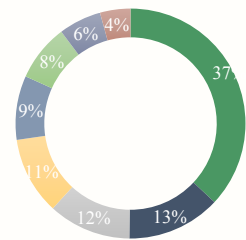
En diskonterad kassaflödesanalys (DCF) indikerar en uppsida om 25,4 %. I en DCF har en WACC beräknad till 9,9 % använts, med en kostnad för eget kapital om 10,25 % och där oändlighetstillväxten har bestämts till 3 %. I och med estimaten beskrivna i föregående stycke finns en potentiell uppsida om 25,4 % från dagens kurs. I ett bull scenario växer bolagets omsättning med 4,8 % och EBITDA-marginalen estimeras uppgå till 7,8 %. Tillväxten bedöms vara driven av högre tillväxt i bolagets tjänstesegment där en högre bruttomarginal återfinns vilket ger en potentiell uppsida om 41 %. I ett bear scenario förväntas bolaget istället öka omsättningen med 1,4 % samtidigt som EBITDA-marginalen uppgår till 6,2 % 2018E, detta då tillväxten i tjänstesegmentet blir lägre än väntat. I ett sådant scenario skulle en potentiell nedsida om 16,5 % återfinnas. Nedan presenteras en känslighetsanalys för att illustrera hur avvikande utfall i de antaganden som gjorts i DCF-analysen påverkar värderingen.

		Oändlighetstillväxt				
WACC		1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
	11,9 %	151	162	176	193	216
	10,9 %	168	182	200	223	254
	9,9 %	189	208	232	264	309
	8,9 %	214	239	272	319	389
	7,9 %	248	282	331	404	527

Multipelvärdering mot historiskt värde visar att aktien är fullvärderad, medan peergruppen indikerar en uppsida om 39,9 %. Föregående tre år har Proact i snitt värderats till rullande EV/EBITDA om 7,3x. Om det historiska snittet används som målmultipel återfinns en potentiell nedsida om 0,9 %, vilket indikerar att bolaget är fullvärderat. Om värderingen istället görs mot bolagets peers², där EV/EBITDA-snittet uppgår till 10,1x på 2018 års prognos, återfinns en möjlig uppsida om 39,9 % mot dagens pris.



ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 4,23 %, OMXS30 -1,82 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-18,3%	
DDM Holding	3	2017-10-01	52,50 kr	0,0%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,30 kr	-15,0%	
Alcadon	3	2017-11-26	38,90 kr	-3,6%	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	22,90 kr	3,9%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	47,8%	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	-0,3%	

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Andelen kassa i portföljen är fortsatt på höga nivåer, eftersom vi har en tro att fler intressanta köplägen kan dyka upp i nuvarande sentiment. För 2018 värderas OMXS30 till P/E 16,4, och estimaten för vinststillväxten uppgår till 12,2 %. Samtidigt är världens ekonomier synkroniserade gällande konjunktur och tillväxt, vilket skapar ytterligare styrka på uppsidan, men även ökade risker ifall konjunkturen skulle svalna av. Analyst Group bedömer att den positiva vågskålen väger tyngre, och således fortsätter vi att leta köplägen.

I veckan noterades Awardit, och börsen svarade med att handla upp aktien drygt 35 %. Då Analyst Group inte ser några stora triggers framöver gjorde vi bedömningen att denna uppgång utgjorde ett bra säljläge.

Istället valde vi att köpa in Nordic Leisure, som fallit något den sista tiden. Sedan vår analys i höstas har vi varit positiva och rekylen som kom i veckan såg vi som ett bra köpläge. Bolaget har en mycket stark position, och ledningen har så här långt visat prov på stor kompetens. Värderingen ser inte särskilt ansträngd ut för 2018, och eftersom bolaget har en stark position ser vi uppvärderingspotential, samtidigt som såväl tillväxt som lönsamhet imponerar.

Senaste veckan har OMXS30 stigit med 1,17 % och Portföljens utveckling summerade till 0,74 %.

DEDICARE

Dedicare är verksamma inom vårdbemanning i Sverige och Norge. Till följd av löneglidning och låga inträdesbarriärer, förväntas Dedicares EBIT-marginal sjunka från 10,7 % 2016A till 8,9 % 2019E i ett base scenario. Targetmultipeln sätts till 8,7x EV/EBIT 2019E baserat på peers. Med en värderingsmetod där en DCF- och multipelvärdering tilldelas lika vikt, finns en nedsida om 14,6 %.

PROACT IT GROUP

Proact har under 2017 förändrat sitt fokus mot kontrakt med längre löptider där främst bolagets moln- och support-erbjudanden återfinns, förändringen estimeras innebära förbättringar i form av en högre bruttomarginal. Under 2017 förvärvade Proact det tyska bolaget Teamix och bedöms framgent ha goda förutsättningar till framtida förvärv, sett till bolagets finansiella ställning, med en Net Debt/EBITDA om 0,53x. En DCF-värdering indikerar en potentiell uppsida om 26,4 %.

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 affiliateverksamhet leda till marginalexpansion och ökad omsättning framgent. I ett base scenario värderas Bolaget till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 20 %.

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 fransäger 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: Drillcon, Net Gaming Europe, Alcadon Group, Tourn International, Matra Petroleum, DDM Holding, Awardit och Medistim.

Jakob Lembke äger aktier i: DDM Holding

Klas Danielsson äger aktier i: Medistim och Proact IT

Gustav Nilsson äger aktier i: Net Gaming Europe

Dante Haques äger aktier i: 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