

PORTFÖLJEN

NR 2, OKTOBER 2017, V. 41

VECKANS UPPLAGA

GENOVIS

Meriterande kundstock, bred produktportfölj och potentiell inlåsningsseffekt skapar intressanta utsikter
Läs mer om Genovis på *sida 3*

FIREFLY

Högt insiderägende, strukturell tillväxt och återkommande intäkter leder till låg värdering 2019E
Läs mer om Firefly 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	-3,55%
Drillcon	3	2017-10-03	8,2 kr	-4,27%
Net Gaming Europe	3	2017-10-01	10,8 kr	-7,41%
Tourn International	3	2017-10-01	15,7 kr	21,66%
Duroc	3	2017-10-01	28,6 kr	4,90%
Axkid	3	2017-10-01	11,95 kr	1,26%
Matra Petroleum	3	2017-10-01	7,2 kr	-5,56%
Stille	3	2017-10-01	57,5 kr	1,74%
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	-1,90%
Waystream Holding	3	2017-10-08	11 kr	12,73%

GENOVIS

Den meriterande kundstocken, breda produktportföljen och potentiella inläsnings-effekten i klinisk fas får framtiden att se ljus ut för Genovis. Bolagets utmaningar ligger i läkemedelsbranschens trögrörlighet och ytterligare kapitalanskaffning bedöms nödvändigt. Trots en uppsida på EV/Sales 2019E om 32 % mot liknande bolag kan tålamod vara motiverat innan en investering.



FIREFLY

Firefly agerar på en marknad som karaktäriseras av strukturell tillväxt med ett stort inslag av återkommande intäkter. Med insiderägande om 39 % ingjuter bolagets ledning förtroende. Vidare leder affärsmodell och positionering till att potentiell nedsida minskar. I base scenario värderas Bolaget till EV/EBIT om 11.8 på 2019E. Detta indikerar en uppsida om 44% gentemot peers snittvärdering.



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/

GENOVIS AB

ANALYTIKER: GUSTAF NORDIN

ÖVERSIKT



Den meriterande kundstocken, breda produktportföljen och potentiella inlåsnings-effekten i klinisk fas får framtiden att se ljus ut för Genovis. Bolagets utmaningar ligger i läkemedelsbranschens trögrörlighet och ytterligare kapitalanskaffning bedöms nödvändigt. Trots en uppsida på EV/Sales 2019E om 32 % mot liknande bolag kan tålamod vara motiverat innan en investering.

NUVARANDE KURS

4,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

3,76kr

5,28kr

6,48kr

Genovis AB (Genovis eller "Bolaget") erbjuder ca 100 enzym-produkter, vilka underlättar kvalitetskontroll och forskning på biologiska läkemedel i tidig utvecklingsfas. Nordamerika och Europa är Bolagets två huvudmarknader och stod för 95 % av intäkterna 2016. Genovis kundbas utgörs främst av de större läkemedelsbolagen, däribland Pfizer, Johnson & Johnson, GSK och AstraZeneca.

Hög produktinnovation breddar Bolagets adresserbara marknad. Genovis uttalade strategi innefattar bl.a. tre nya produktlanseringar per år. Redan under 2017 har Bolaget lanserat fem enzymprodukter, drivet av hög efterfrågan från den befintliga kundstocken. En av lanseringarna, GingisREX, kan dessutom användas inom forskning av mer generella proteiner, ett avsteg från Bolagets nisch mot modifiering av antikroppar. Diversifieringen innebär att Genovis nu adresserar hela marknaden för proteinforskning. 2023 väntas biologiska läkemedel utgöra 32 % av den totala marknaden för läkemedel, vilket resulterar i en genomsnittlig årlig marknadstillväxt om 13 %.¹ Genovis uppvisade innovationsförmåga gör Bolaget allt mer exponerad mot den underliggande tillväxten i marknaden.

Kliniska studier kan ge exponentiell intäktsökning. Genovis produkter kortar bl.a. ned den genomsnittliga analystiden vid forskning på antikroppar från 72h till 1h. Denna tids- och kostnadseffektivisering medför att bolaget har en hög *pricing power* mot kund och förklarar delvis den höga bruttomarginalen om ca 90 %. Bolagets verksamhet berör primärt läkemedel i upptäcks- och preklinisk fas, vilket begränsar försäljningen. Genovis kommunicerar att enzymerna testas i tidiga kliniska studier hos kund. Här återfinns större ordervärden till följd av fasernas omfattning och utgör en trigger i närtid.

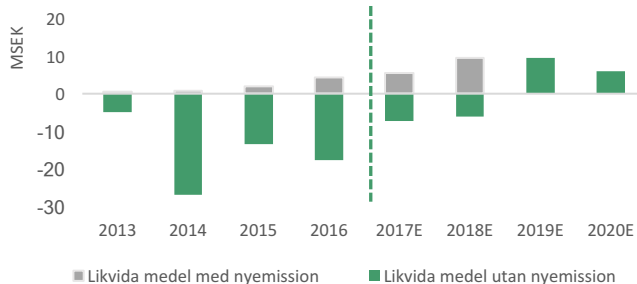


Framtida potentiella inlåsnings effekter öppnar för uthålliga och omfattande intäktsströmmar. Genovis marknadsposition kan medföra att en enzymprodukt förblir ett inslag genom preklinisk fas till initiering av klinisk fas. Lyckas läkemedlet därtill nå ett godkännande är sannolikheten stor till ytterligare återkommande intäkter. Intäkterna kommer då från kvalitetskontroller och inlåsnings effekten sker p.g.a. att en förändring av godkända tillverkningsprocesser (t.ex. FDA)² tenderar att vara kostsamma och orsaka långa ledtider.

Eftersom detta är ett potentiellt nytt intäktsområde för Bolaget saknas kvantifierbara jämförelser. Det kan dock konstateras att intäktsförhållandet och läkemedlets framgång håller ett linjärt samband.

Burn rate om 10 MSEK 2017E ger en fingervisning om ytterligare kapitalanskaffning. Genovis har en lång historik av flertalet nyemissioner, under april 2017 tog Bolaget in 11,5 MSEK i en riktad emission.³ Bolaget har kommunicerat ett behov av att investera i den egna produktionsanläggningen. Därmed är den finansiella ställningen alltjämt ett frågetecken. I ett scenario där Genovis investerar 5 MSEK i produktionen 2018 respektive 2019 bedöms bolaget på 2018E, med en estimerad *burn rate* 2017E om 10 MSEK, behöva anskaffa kapital minst en gång innan positivt kassaflöde redovisas.

Burn rate



Indikativ uppsida på 32 % 2019E jämfört mot peers. I ett base scenario exkluderas eventuella framgångar på den kliniska marknaden, likväl exkluderas ett nyetablerat distributionsavtal med kinesisk aktör. Detta då osäkerhetsfaktorerna bedöms vara allt för omfattande. Nedanstående tabell förutsätter fortsatt stark tillväxt i huvudmarknaderna i kombination med en något avtagande bruttomarginal. Med EV/Sales om 5,8 på 2019E bedöms en uppsida om 32 % jämfört med snittvärdering på relevanta peers.

tSEK (base case)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	18 542	24 918	33 243	42 344	51 445
Tillväxt % (YoY)	39,7 %	34,4 %	33,4 %	27,4 %	21,5 %
Bruttomarginal %	92 %	86 %	84 %	82 %	80 %
EBITDA	N/A	-6 448	142	3 932	5 675
EBITDA - %	N/A	N/A	0,43 %	9,29 %	11,03 %

Peervärdering MSEK (LTM) ⁴	EV	EV/Sales	Tillväxt %
Pangaea Oncology	249	14	13 %
Proteome Sciences	194	6	38 %
AlphaHelix	81	2,7	21 %
Medel	174	7,7	24 %
Median	194	6,2	21 %
Genovis	233	11,2	36 %

1. IMS Institute for Healthcare Informatics (2015)

2. Food and Drug Administration

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

3. 10,8 MSEK efter emissionskostnader

4. Källa: Thomson Reuters Eikon

FIREFLY AB

ÖVERSIKT



Firefly agerar på en marknad som karaktäriseras av strukturell tillväxt med ett stort inslag av återkommande intäkter. Med insiderägande om 39 % ingjuter bolagets ledning förtroende. Vidare leder affärsmodell och positionering till att potentiell nedsida minskar. I base scenario värderas Bolaget till EV/EBIT om 11.8 på 2019E. Detta indikerar en uppsida om 44% gentemot peers snittvärdering.

NUVARANDE KURS

38 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

32 kr

55 kr

73 kr

Firefly AB ("Firefly" eller "Bolaget") är ett svenskt brandsäkerhetsföretag vilka utvecklar, tillverkar och säljer högteknologiska system som syftar till att minimera risk för bränder och dammexplosioner. Försäljning sker direkt och via distributörer där Bolaget 2016 omsatte 170 MSEK varav 77 % genererades från utländska kunder. Bolaget har idag kunder i drygt 70 länder.

Stark trend mot ökat säkerhetstänk baddar för fortsatt tillväxt. Bränder och explosioner inom industrianläggningar leder till stora kostnader i form av utebliven produktion och skadad utrustning. Marknaden för industriell säkerhet estimeras växa med CAGR om 11.1 % fram till 2020 till följd av ett ökat säkerhetsfokus.¹ Ytterligare marknadsdrivare gestaltas i form av demografiska trender, primärt inom *emerging markets*, där en växande medelklass gynnar Firefly.² Med ökat välbstånd väntas säkerhetsfokus prioriteras, vilket skapar efterfrågan för Bolagets produkter. Detta resonemang stärks vidare genom att Bolaget guidar för en ökad efterfrågan från Sydostasien och Latinamerika. Sammantaget bör dessa marknadsdrivare skapa förutsättningar för ökad tillväxt framgent.

Låga energipriser leder till återhållsamhet i investeringar. En viktig kundgrupp för Firefly är aktörer inom bioenergi. Låga energipriser, primärt inom oljesektorn, leder till återhållsamhet i investeringar från detta kundsegment. Svårigheter i att bedöma när investeringar väntas stiga leder till försämrad visibilitet gällande Fireflys framtida försäljningsmöjligheter inom denna kundgrupp. Vidare handlar det ofta om stora investeringar och bygger därmed på långtgående försäljningsprocesser. Således finns begränsade möjligheter att bedöma utsikterna inom detta segment med avseende på försäljningspotential.

Stort insiderägande om 38.7 % ingjuter förtroende. Insiderägandet i Firefly bedöms vara stort, där styrelse och ledning ackumulerat innehar 38.7 % av bolagets aktier. En tydlig ägarstruktur med stort insiderägande ingjuter förtroende för bolagsledningen. Styrelseordförande, Erik Mitteregger, arbetar parallellt som styrelseledamot i Kinnevik AB och är styrelseordförande i bland annat Wise Group och MatHem. Således bör det finnas strategisk kompetens som är en förutsättning för att Firefly ska kunna fortsätta växa framöver.

Långtgående kundrelationer och stor eftermarknad begränsar nedsidan. Firefly erbjuder helhetslösningar som bygger på långtgående kundrelationer. Varje installerat system har en livslängd om cirka 15–20 år. Till följd av att Bolaget erbjuder heltäckande service, reparation och underhåll under hela perioden finns ett tydligt inslag av återkommande intäkter.

2016 genererades cirka 46.1 MSEK, 27 % av omsättningen från eftermarknaden. Detta kan jämföras med 38.1 MSEK 2015. Vidare leder långtgående kundrelationer till förbättrade möjligheter till att erhålla framtida kundkontrakt. Sammantaget leder det stora inslaget av återkommande intäkter till en begränsad nedsida i värderingen.

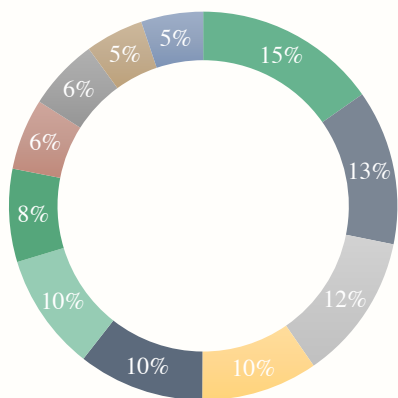
I ett base scenario värderas Firefly till EV/EBIT om 11.8 på 2019 års prognos. I ett base scenario väntas Bolaget omsätta 205.5 respektive 242.5 MSEK för 2018 och 2019, vilket motsvarar en omsättningstillväxt om 12 % respektive 18 %. Tillväxten drivs av tidigare nämnd marknadssituation och återkommande intäkter. Tillväxten väntas öka exponentiellt till följd av nya kunder samt återkommande intäkter från befintliga system. Vidare väntas viss marginalexpansion leda till en EBIT-marginal om 6 % respektive 8 % för 2018 och 2019. Som tidigare nämnt är visibiliteten ganska låg vilket leder till svårigheter att avgöra hur intäkter väntas fördelas kommande år. I ett *bear scenario* estimeras en lägre tillväxt om 8 % för 2018 och 2019. Vid fortsatt återhållsamhet gällande investeringar från energisektorn anses denna tillväxt rimlig. Den utökade organisationen genererar inte tillräckliga intäkter, vilket motiverar en lägre EBIT-marginal om cirka 5 % respektive 6 % för 2018 och 2019. I ett *bull scenario* leder Bolagets förstärkta organisation till starkare tillväxt som estimeras bli 15 % respektive 20 % för 2018 och 2019. Vidare leder skalfördelar till en starkt EBIT-marginal om 8 % respektive 9 % för perioden. Sammantaget anses *base scenario* utgöra en rimlig utveckling kommande år.

tSEK (base scenario)	2017 E	2018 E	2019 E
Omsättning	183 492	205 511	242 503
Tillväxt (Y/Y)	8%	12%	18%
EBIT	9 175	12 331	19 400
EBIT-%	5%	6%	8%
EV/S	1.2	1.1	0.9
EV/EBIT	25.0	18.6	11.8

I base scenario finns en indikativ uppsida om 44 % 2019E. Peers utgörs av bolag som levererar utrustning till liknande industrisegment som till viss del säljer skräddarsydda lösningar. Snittet för peers nuvarande värdering sett till EV/EBIT ligger på cirka 17. Detta anses vara en rimlig targetmultiplik i ett *base scenario*. I *base scenario* värderas Firefly till EV/EBIT 11.8, motsvarande en uppsida om 44 % på 2019E.

Peers (R12M)	Tillväxt YoY	EBIT-marginal	EV/EBIT
Indutrade	11%	10%	21.1
Addtech	2%	9%	20.5
Consilium	4%	9%	11.1
Absolent Group	11%	18%	15.5
Medel	7%	11%	17.1

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ



AKTIE	BETYG (1 – 5)
Ad City Media	3
Drillcon	3
Net Gaming Europe	3
Tourn International	3
Duroc	3
Axkid	3
Matra Petroleum	3
Stille	3
DDM Holding	3
Waystream Holding	3
Global Gaming*	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 exempelvis Qiiwi Interactive stiga med cirka 100 % i öppningen. Även intresset för börsintroduktionen Global Gaming var stort, och erbjudandet blev övertecknat 18 gånger. Fortsatt ser AG att riskviljan är hög, och ser därför fortsatt att eventuella rekylar bör kunna utgöra bra köpmöjligheter.

Senaste veckan har Aktietorgets Index klättrat med 1,37 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som tappat 0,23 %. Portföljens utveckling summerade till medan portföljen stigit med 1,1 %.

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 rörelsemarginalerna. I förra veckan kommunicerades en ny order, en indikation på att Bolaget är välpositionerat för ökad organisk tillväxt.

GENOVIS

Den meriterande kundstocken, breda produktportföljen och potentiella inläsnings-effekten i klinisk fas får framtiden att se ljus ut för Genovis. Bolagets utmaningar ligger i läkemedelsbranschens trögrörlighet och ytterligare

kapitalanskaffning bedöms nödvändigt. Trots en uppsida på EV/Sales 2019E om 32 % mot liknande bolag kan tålamod vara motiverat innan en investering. Vi anser att caset ser intressant ut men avvaktar lägre kursnivåer innan vi tar in det i portföljen.

FIREFLY

Firefly agerar på en marknad som betonas av strukturell tillväxt med ett stort inslag av återkommande intäkter. Med insiderägan om 39 % ingjuter bolagets ledning förtroende. Vidare leder affärsmodell och positionering till en begränsad nedsida. Dock bygger försäljning på långtgående processer vilket försämrar visibiliteten. I base case värderas Bolaget till EV/EBIT om 11.8 på 2019E. Det indikerar en uppsida om 44% gentemot peers snittvärdering. Bolaget ser intressant ut även med tanke på att Q3 2016 var en ganska svag rapport, och således ser vi läge att eventuellt ta en position under kommande veckor.

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 orderna 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.

* Ansökt om tilldelning

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 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, (ansökt om tilldelning i Global Gaming) och DDM Holding.

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

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