

PORTFÖLJEN

Nr 11, DECEMBER 2017, v. 50

VECKANS UPPLAGA

SDIPTECH

Intressant förvärvsstrategi estimeras generera 55 % omsättnings-tillväxt fram till 2019

Läs mer om Sdip Tech på *sida 3*

SYNTHETICMR

Skalbar affärsmodell och fördjupade partnerskap skapar hög tillväxt och stigande rörelsemarginal

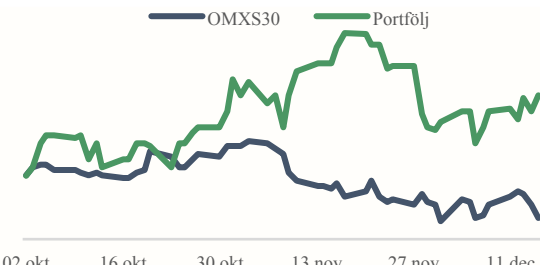
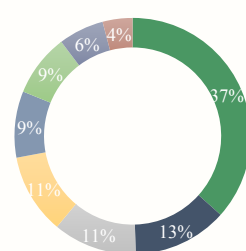
Läs mer om SyntheticMR på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Stiltje på börsen gör att vi fortsatt letar köpkandidater”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 5,24 %, OMXS30 -2,82 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-18,9%	 FÖRDELNING %  - Kassa - Drillcon - DDM Holding - Net Gaming - Alcadon - Nordic Leisure - Tourn International - Medistim
DDM Holding	3	2017-10-01	52,50 kr	-0,5%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,30 kr	-13,6%	
Alcadon	3	2017-11-26	38,90 kr	-1,8%	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	15,90 kr	12,2%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	54,7%	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	-3,3%	

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

SDIPTECH

Sdiptech är en teknikkoncern med fokus på mindre nischmarknader inom infrastrukturprojekt. Bolaget har en omfattande förvärvsstrategi och estimeras 2017E-2019E växa 55 % genom förvärv. Endast 12 % av EBITA härleds från nybyggnation av bostäder i Stockholm. Framåtblickande targetmultipeln EV/EBITA 9,5x applicerad på 2019E ger en motiverad uppsida på 12 månaders sikt om 39 %.

SYNTHETICMR

SyntheticMR säljer mjukvara för MR-kameror, vilken effektiviserar hela MR-processen. Med en skalbar affärsmodell och fördjupade partnerskap, estimeras omsättningstillväxten till 57,6 % och EBIT-marginalen till 63,4 % 2019E. Baserat på peers estimeras targetmultipeln till 15,6x EV/EBIT 2019E, vilket i ett base scenario ger en indikativ uppsida om 6,1 %.

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



Sdiptech är en teknikkoncern med fokus på små nischmarknader inom infrastrukturprojekt. Bolaget har en omfattande förvärvsstrategi och estimeras 2017E-2019E totalt sett växa 55 % via förvärv. Endast 12 % av EBITA härleds från nybyggnation av bostäder i Stockholm. Framåtblickande targetmultipeln EV/EBITA om 9,5x applicerad på 2019E ger en motiverad uppsida på 12 månaders sikt om 41 %.

Sdiptech AB ("Sdiptech" eller "Bolaget") är en svensk teknikkoncern med fokus på nischmarknader inom infrastrukturprojekt. Verksamheten består av tekniska installationer och nischade produkter och tjänster. Huvudmarknaden är Sverige, primärt Stockholm, med pågående internationell expansion.

EBITA estimeras växa 57 % genom förvärv 2018E. Sdiptech noterades på First North maj 2017. Sedan dess har aktien fallit drygt 20 % till följd av oro för byggkonjunkturen och sämre lönsamhet. Bolaget har en omfattande förvärvsstrategi och under 2016 gjordes initial kontakt med 315 förvärvskandidater. Bolaget har ett uttalat mål att förvärva 90 MSEK EBITA per år, samt att EBITA 2021 ska uppgå till 600-800 MSEK. EBITA uppgick rullande 12 månader till 131 MSEK. Under 2016 adderades cirka 90 MSEK på helårsbasis och under 2017 har hittills 42 MSEK adderats. Förvärven har gjorts till en genomsnittlig EV/EBITA om 6,0x. Givet att nettoskuld/EBITDA inte ska överstiga 2,5x kan Bolaget under 2018E addera 75 MSEK och 2019E ytterligare 15 MSEK, givet historisk förvärvsmultiplikation om 6,0x och maximal upplåning. Nettoskuld/EBITDA uppgår i dagsläget till 2,3x med en kassa på 370 MSEK. Förvärvstillväxten styrks av att Bolaget har 4 *letter of intents* undertecknade och är i ytterligare 10 buddiskussioner. Då utbudet på förvärvskandidater är stort begränsas förvärvstakten primärt av framtida kassaflöden.

Marknadstillväxt om 8,4 % och hög lönsamhet genom nischfokus. Investeringsvolymen i offentliga lokaler och anläggningar estimeras växa med CAGR 8,4 % till 2018E¹. Detta bedöms vara en stark tillväxt drivare då Bolaget har stor exponering mot offentlig nyinstallation samt service, underhåll & renovering. Vidare drivs även Sdiptechs marknad strukturellt av en befolkningstillväxt som på huvudmarknad, Stockholm, estimeras till CAGR 1,58 % till 2025E². Bolagets strategi är att inom respektive marknad fokusera på mindre nischade segment med höga inträdesbarriärer. Exempel på nischer är elkvalitetmätning, gasevakuerings samt bullermätning. Detta leder till att Bolaget trots EBITA-marginal om 11 % kan vänta sig fortsatt låg konkurrens och behålla den höga marginalen framgent.

12 % exponering mot nybyggnation av bostäder. Nybyggnation av bostäder i Stockholm utgjorde senaste 12 månaderna 12 % av EBITA. Om nybyggnationerna skulle minska kraftigt påverkar det således resultatet i begränsad utsträckning.

Personalbrist kan ge fortsatt pressad lönsamhet. Under Q2 och Q3 har EBITA-marginalen för verksamhetsområdet tekniska installationer sjunkit från historiska nivåer om drygt 10 % till 4,3 %. Detta hänförs till en kraftigt ökad efterfrågan på marknaden som lett till hög personalomsättning vilken har ökat



lönekostnaderna. En fortsatt personalbrist utgör en risk för sämre lönsamhet framgent. Samtidigt har tekniska installationer under första tre kvartalen 2017 uppnått en organisk omsättningstillväxt om cirka 12 %. Då verksamhetsområdet utgör 58 % av omsättningen skulle en normalisering av lönerna ge en omvänd positiv effekt. En förändring av marginalen med en procentenhet skulle påverka EBITA med knappt 5 %.

Obeprövad affärsmodell ökar risken. Sdiptech består av många mindre bolag och trots omfattande due diligence så är framtiden för dessa oviss. Vidare är majoriteten av dotterbolagen förvärvade under 2016 och 2017 vilket medför att det inte finns något längre track record över prestationen sen införlivandet av förvärven. Det gör att affärsmodellen och förvärvsstrategin inte bör ses som fullt beprövad vilket höjer risken markant.

I ett base scenario estimeras tillväxten 2017E-2019E till CAGR 6,0 %. EBITA-marginalen väntas öka till 12,6 % 2019E till följd av att personalbristen avtar. Den sammanlagda förvärvstillväxten 2018E och 2019E estimeras till 95 MSEK EBITA vilket motsvarar en förvärvstillväxt om 55 % mot 2017E. I scenariot appliceras en targetmultiplikation framåtblickande EV/EBITA 2018E om 9,5x motsvarande storleksjusterat peer-snitt. Targetmultiplikation appliceras på 2019E för att ge ett motiverat pris på 12 månaders sikt.

I ett bear scenario väntas integration av dotterbolagen gå sämre vilket gör att omsättningstillväxten 2017E-2019E estimeras till CAGR om -4,1 % och EBITA-marginalen till 2019E till 11,5 %. Då dotterbolagen underpresterar antas ledningen vara mer selektiv vid förvärv vilket resulterar i att total förvärvad EBITA 2019E estimeras till 53 MSEK lägre än i base scenariot.

I ett bull scenario estimeras omsättningstillväxten 2017E-2019E till CAGR 6,9 %. Personalbristen inom tekniska installationer väntas normaliseras snabbare vilket resulterar i en högre EBITA-marginal 2019E om 13,8 %. Till följd av starkare kassaflöden och bättre prestation i den organiska verksamheten väntas ledningen kunna förvärva 35 MSEK EBITA mer än i base scenariot.

Scenario	EBITA 19E	Target	12m pris per aktie	Upp-/nedsida
Bull	312 MSEK	10,0x	81,1 SEK	87 %
Base	266 MSEK	9,5x	61,0 SEK	41 %
Bear	169 MSEK	8,5x	29,0 SEK	-33 %

DCF indikerar uppsida om 7,6 %. I ett organiskt base scenario ger DCF ett motiverat värde per aktie om 46,6 SEK vilket motsvarar en uppsida om 7,6 %. WACC uppgår till 8,39 %. Då DCF inte uppvisar en nedsida ger det indikationer på att marknaden inte diskonterat förvärvsstrategin. Detta anses styrka uppsidan i multiplivärderingen.

SYNTHETICMR AB

ANALYTIKER: GUSTAV NILSSON

ÖVERSIKT



SyntheticMR säljer mjukvara för MR-kameror, vilken effektiviserar hela MR-processen. Med en skalbar affärsmodell och fördjupade partnerskap, estimeras omsättningstillväxten till 57,6 % och EBIT-marginalen till 63,4 % 2019E. Baserat på peers, estimeras targetmultipeln till 15,6x EV/EBIT 2019E, vilket i ett base scenario ger en indikativ uppsida om 6,1 %.

NUVARANDE KURS

263,50 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

123,40 kr

279,70 kr

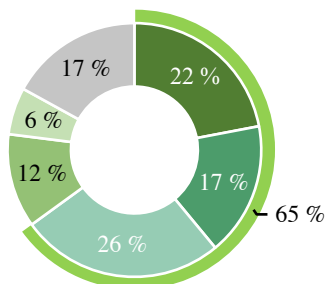
374,80 kr

SyntheticMR AB ("SyntheticMR" eller "Bolaget") säljer mjukvarulicenser för MR-kameror (Magnetisk resonanstomografi). Bolagets mjukvara SYMRI, minskar tiden för hur länge en patient undersöks av MR-kameran, där den totala tidsbesparingen estimeras till 20 %. Dessutom tar mjukvaran fram objektivt beslutsstöd från MR-scannen. Bolaget får betalt per såld licens och service.

MR-marknaden estimeras växa om ca 6,3 % 2015A-2020E (CAGR). Globalt säljs ca 4500 MR-kameror årligen och MR-marknaden estimeras växa om 6,3 % (CAGR) 2015A-2020E, drivet av en åldrande befolkning.¹ SyntheticMRs försäljning sker främst i samband vid nyförsäljning av MR-kameror. Nackdelar med MR är långa undersökningstider och höga personalkostnader för det efterföljande arbetet med att ställa diagnos.² Dessa problem adresserar SYMRI, vilket gör att bolaget förväntas kunna kapitalisera på nyförsäljningen framgent.

Nuvarande partnervital adresserar 65 % av marknaden, vilket gör bolaget väl positionerat för ytterligare avtal. SyntheticMR har i dagsläget avtal med GE (General Electric), Philips och SIEMENS, vilka hade ca 65 % av MR-marknaden 2015.¹ Bolaget står därför väl positionerat för framtida tillväxt, då det inte finns något direkt substitut till SYMRI, i dagsläget. Givet de fördelar mjukvaran för med sig, bedöms bolaget ha goda möjligheter sluta avtal med andra marknadsaktörer. Ett avtal med både Hitachi och Toshiba, estimeras öka bolagets årliga försäljningskapacitet från ca 290 MSEK till ca 380 MSEK.³

Marknadsandelar år 2015



Källa: Global industry analysts

- GE ■ Philips ■ SIEMENS ■ Toshiba ■ Hitachi ■ Övriga
- Adresserbar marknad SyntheticMR

Skalbar affärsmodell med en EBIT-marginal om 63,4 % under 2019E. SyntheticMR har som strategi att sälja via partners, vilket gör affärsmodellen skalbar. Den inkrementella marginalen uppgick till 55,8 % på rullande 12 månader jämfört med 2016A, vilket stöder denna tes ytterligare. GE marknadsför SYMRI genom GE MAGiC. MAGiC är en av version av SYMRI, vilket tidigare såldes som ett tillägg till GE:s mer dyra

MR-kameror, men under 2017 har GE börjat erbjuda MAGiC-tillägget för billigare MR-kameror.

Utöver avtalet med GE, har bolaget ett samarbetsavtal med både SIEMENS och Philips. SIEMENS har dessutom tecknat ett tilläggsavtal med SyntheticMR där bolagets mjukvara kommer finnas tillgänglig för sjukhus genom nedladdning via en applikationsaffär. Lansering förväntas ske under H1 2018. Till följd av fördjupade samarbeten och skalbarheten, estimeras omsättningstillväxten till 57,6 % och EBIT-marginalen till 63,4 % 2019E.

Framtida konkurrens och låg andel återkommande intäkter kan motivera en lägre värdering. De större MR-kameratillverkarna GE, Philips och SIEMENS spenderar ca 12 mdUSD på FoU 2016, vilket pekar på att de har kapacitet att ta fram substitut till SyntheticMRs mjukvara. Givet att konkurrens uppstår, väntas prispess utlösas, vilket försämrar vinstutsikterna. Vidare har bolaget låg andel återkommande intäkter, vilka uppgick till 3,5 % 2016. Sammantaget kan detta motivera en lägre värdering än bolagets peers.

Base scenario	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	22,7	42,4	71,5	112,7
EBIT	3,2	17,8	42,4	71,4
EBIT-marginal (%)	14,1 %	42,0 %	59,3 %	63,4 %
EV/EBIT	129,7x	59,1x	24,7x	14,7x

I ett base scenario estimeras de fördjupade samarbetena med SIEMENS och GE, resultera i en omsättningstillväxt om 57,6 % 2019E. Genom den skalbara affärsmodellen estimeras EBIT-marginalen till 63,4 % under 2019E. Targetmultipeln som använts är en framåtblickande EV/EBIT-multiplik 2019E, vilken baseras på relevanta peers, som sedan justerats med en storlekspremie.⁴ I ett base scenario estimeras targetmultipeln till 15,6x EV/EBIT 2019E, vilket ger en indikativ uppsida om 6,1 %.

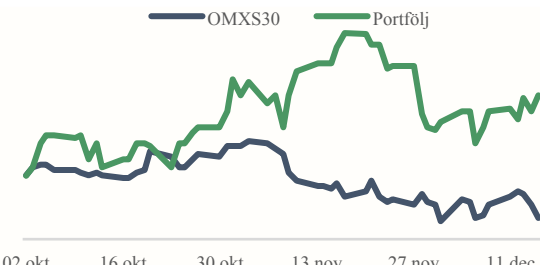
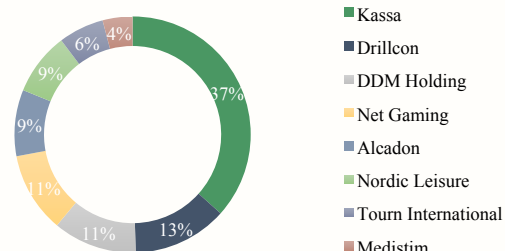
I ett bull scenario estimeras bolaget sluta avtal med Toshiba 2018, vilket gör att omsättningstillväxten estimeras till 64,5 % 2019E. EBIT-marginalen estimeras stiga till 65,0 % 2019E, till följd av försäljningsökningen. Med en estimerad targetmultipel om 17,0x EV/EBIT 2019E, finns en indikativ uppsida om 42,2 %.

I ett bear scenario estimeras omsättningstillväxten till ca 40,0 % 2019E, till följd av en misslyckad lansering med SIEMENS. Lägre försäljning förväntas påverka EBIT-marginalen, vilken estimeras till ca 47,0 % 2019E. Targetmultipeln estimeras till 14,1x EV/EBIT 2019E, vilket ger en indikativ nedsida om -53,2 %.

1. Global industry analysts (2015) 2. Time (2014) 3. Med antagandet att en såld licens, estimeras ge en intäkt om 100 tSEK.

4. Peer-grupp: Boule Diagnostics, Cellavision, RaySearch, SECTRA, Vitrolife.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 5,24 %, OMXS30 -2,82 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-18,9%	 FÖRDELNING %  - Kassa - Drillcon - DDM Holding - Net Gaming - Alcaddon - Nordic Leisure - Tourn International - Medistim
DDM Holding	3	2017-10-01	52,50 kr	-0,5%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,30 kr	-13,6%	
Alcaddon	3	2017-11-26	38,90 kr	-1,8%	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	15,90 kr	12,2%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	54,7%	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	-3,3%	

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 med nuvarande sentiment. För 2018 värderas OMXS30 till P/E 16,3, och estimeras 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 vi fortsätter således att leta köplägen i enskilda bolag

En intressant strategi kring årsskiftet som Analyst Group just nu undersöker närmare är "Dogs of the Dow". Strategin är mycket enkel, och går ut på att köpa de 10 bolag som har högst direktavkastning. I detta segment återfinns just nu en ganska blandad skara av bolag, allt från enskilda fastighetsbolag, byggbolag, banker, till retailbolag. Många av bolagen har uppvisat ett svagt 2017 och det finns, som så ofta, flera goda skäl till att bolagen värderas lågt. Denna strategi har dock överavkastat börsen historiskt, och därför tror AG att det i detta klimat och under denna tid på året, är intressant att kolla närmare på denna typ av bolag.

I veckan har inga förändringar skett i portföljen. Det har även varit ganska tunt på nyhetsfronten gällande portfölj innehaven.

Senaste veckan har OMXS30 rekylerat ned med -1,02 %. Samtidigt summerade portföljens utveckling till + 0,97 %, trots en kassaandel motsvarande 37 %. Sedan portföljens start i oktober har överprestationen gentemot OMXS30 uppgått till 8,07 %.

SDIPTTECH

Sdiptech är teknikkoncern med fokus på mindre nischmarknader inom infrastrukturprojekt. Bolaget har en omfattande förvärvsstrategi och estimeras 2017E-2019E totalt sett växa 55 % från förvärv. Endast 12 % av EBITA härleds från nybyggnation av bostäder i Stockholm. Framåtblickande targetmultipeln EV/EBITA 9,5x applicerad på 2019E ger en motiverad uppsida på 12 månaders sikt om 39 %.

SYNTHETICMR

SyntheticMR säljer mjukvara för MR-kameror, vilken effektiviserar hela MR-processen. Med en skalbar affärsmodell och fördjupade partnerskap, estimeras omsättningstillväxten till 57,6 % och EBIT-marginalen till 63,4 % 2019E. Baserat på peers, estimeras targetmultipeln till 15,6x EV/EBIT 2019E, vilket i ett base scenario ger en indikativ uppsida om 6,1 %.

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 base scenario värderas Bolaget till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 20 %. Bolagets performance under 2017 vittnar om att det fortsatt går bra för bolaget, och vi ser med spänning fram emot Q4-rapporten för att ytterligare kunna syna bolaget.

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, DDM Holding, Nordic Leisure och Medistim.

Gustav Nilsson äger aktier i: Net Gaming, SyntheticMR

Jakob Lembke äger aktier i: DDM Holding, Sdiptech.

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.



Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

**RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM**

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