

PORTFÖLJEN

Nr 3, OKTOBER 2017, v. 42

VECKANS UPPLAGA

GABATHER

Intressant läkemedelskandidat med positiva indikationer i prekliniska studier borrar för intressant framtid

Läs mer om Gabather på *sida 3*

A CITY MEDIA

Intensiv förvärvsperiod och potentiella framtida synergieffekter i kombination med låg värdering

Läs mer om A City Media på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Godkänt på rapportfronten och fortsatt positiv guidning från bolagsledningarna” på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

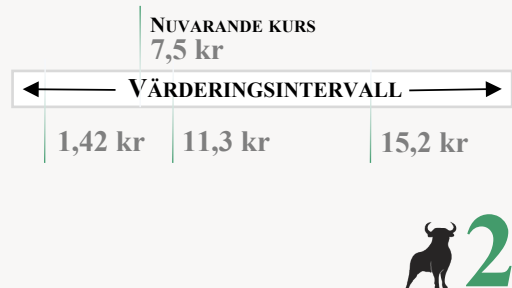
AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
A City Media	3	2017-10-22	98,5 kr	-7,36%
Drillcon	3	2017-10-03	8,2 kr	0,61%
Net Gaming Europe	3	2017-10-01	10,8 kr	-12,04%
Tourn International	3	2017-10-01	15,7 kr	28,66%
Duroc	3	2017-10-01	28,6 kr	3,15%
Axkid	3	2017-10-01	11,95 kr	-0,42%
Matra Petroleum	3	2017-10-01	7,2 kr	-4,86%
Stille	3	2017-10-01	57,5 kr	1,74%
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	2,86%
Waystream Holding	3	2017-10-08	11 kr	27,27%

GABATHER

Gabathers läkemedelskandidat, GT-002 har i prekliniska studier indikerat hämning av psykosymtom och förbättrad kognitiv förmåga, med låga biverkningar. Anti-psykotiska sjukdomar saknar i dagsläget läkemedel utan påtagliga biverkningar. En rNPV-värdering av Gabathers mest sannolika scenario som godkänt läkemedel ger ett indikativt aktiepris om 11,3 kr, motsvarande 47 % uppsida från dagens nivå.

A CITY MEDIA

Efter en intensiv förvärvsperiod är ACM välpositionerade för fortsatt kraftig tillväxt. Med en monopolistisk ställning på en växande marknad väntas Bolaget kunna växa med bibehållen lönsamhet. Hög kapacitet och försäljningsfokus framgent bådgar för en ljus framtid. Efter negativ kursutveckling 2017 finns goda möjligheter för uppvärdering. Bolaget värderas till EV/EBITDA om 6 på 2018E, motsvarande en uppsida om 78% gentemot peers.



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



Gabathers läkemedelskandidat, GT-002 har i prekliniska studier indikerat hämning av psykossymtom och förbättrad kognitiv förmåga, med låga biverkningar. Antipsykotiska sjukdomar saknar i dagsläget läkemedel utan påtagliga biverkningar. En rNPV-värdering av Gabathers mest sannolika scenario som godkänt läkemedel ger ett indikativt aktiepris om 11,3 kr, motsvarande 47 % uppsida från dagens nivå.

Gabather AB (Gabather eller "Bolaget") är ett semi-virtuellt läkemedelsbolag med totalt sex anställda. Bolaget forskar på läkemedelskandidaten GT-002, vilken befinner sig i slutstadiet av preklinisk fas. GT-002 bedöms av Bolaget vara aktuellt för eventuell hämning av schizofreni, med möjlighet till hämning av ytterligare antipsykotiska sjukdomar.

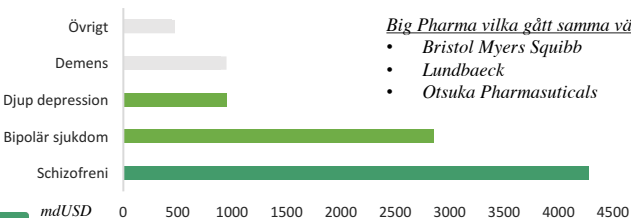
Hög efterfrågan på läkemedel mot schizofreni med avsaknad av grova bieffekter. Schizofreni drabbar i genomsnitt 1 % av den globala befolkningen och har en nedsättande effekt på den kognitiva förmågan.¹ Befintliga läkemedel mot schizofreni dämpar sjukdomsförloppet på bekostnad av påtagliga biverkningar. Det finns därmed betydande efterfrågan på marknaden, dels efter högre verkningsgrad och dels efter läkemedel med avsaknad av påtagliga bieffekter. Marknaden för läkemedel mot schizofreni uppgår till 4,3 mdUSD och väntas växa ca 1,8 % CAGR till 2021.²

GT-002 indikerar hämning av psykossymtom och förbättrad kognitiv förmåga med låga bieffekter. GT-002 estimeras slutföra prekliniska studier under Q4 2017 och påbörja kliniska studier Q1 2018. Gabather har GMP-godkända formuleringar till klinisk fas och färdigställd forskningsfacilitet hos CRST i Finland.^{3,4} Bolaget är därmed väl positionerat för klinisk fas. GT-002 har indikerat hämning av psykossymtom och förbättrad kognitiv förmåga i djurförsök i form av ökad social interaktion och förbättrat minne, med låga bieffekter. Detta kan sättas i förhållande till marknadens starkaste läkemedel för hämning av schizofreni, Clozapine, ett läkemedel vars bieffekter är påtagliga för patienten. Gabather innehar patent på GT-002 fram till 2029 i Europa och 2031 i USA & Kanada. Bolaget har även skickat en patentansökan gällande oral formulering av läkemedelskandidaten. Vid ett eventuellt godkännande ges exklusivitet på formuleringen till 2038.

Potential att adressera fler antipsykotiska sjukdomar. Förbättrad kognitiv förmåga ger vanligtvis fler appliceringsområden än schizofreni. Andra potentiella områden är t.ex. bipolär sjukdom och djup depression. Valet av forskning mot schizofreni grundar sig ofta på den snabba respons som sjukdomen ger. Det är således ett strategiskt tillvägagångssätt för att underlätta de kliniska studierna tidsmässigt och kostnadsmässigt.

Källa: Technavio (2017)

Marknadsandel 0% 5% 10% 15% 20% 25% 30% 35% 40% 45% 50%



Big Pharma vilka gått samma väg:

- Bristol Myers Squibb
- Lundbaeck
- Otsuka Pharmaceuticals

NUVARANDE KURS

7,5kr

VÄRDERINGSINTERVALL

1,42kr

11,3kr

15,2kr

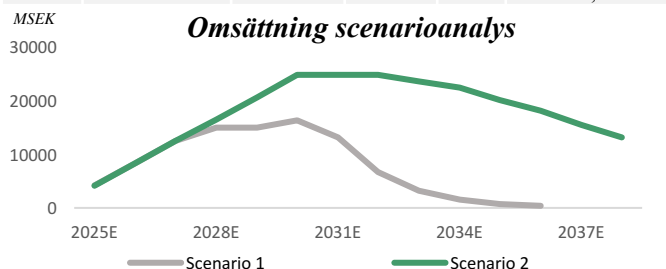
Attraktiv position för licensiering av GT-002 inför en eventuell fas II-studie. Verksamhetsstrukturen bygger på inarbetade partnerskap, vilka bl.a. tillkommit genom avtal med ansedda Eurostars om stöd för klinisk fas I-studier gällande GT-002. Med avseende på den GMP-godkända produktionen och området schizofreni bedöms GT-002 vara relativt kostnadseffektiv. Vidare utgör den semi-virtuella strukturen lägre ekonomisk risk och ger ett substansvärde om 21 MSEK (1,42kr/aktie). Slutligen har VD Bert Junno lång erfarenhet av licensiering från ledande roller i WntResearch, Aptahem och Cyxone. Sammantaget gör detta GT-002 aktuellt för eventuell licensiering inför fas II, vilket också är en del av Bolagets strategi. En licensiering skulle potentiellt öppna för royaltyintäkter av framtida försäljning i utbyte mot att licenstagaren bär kostnaden för fortsatta kliniska studier.

rNPV-värdering av scenario 1 ger en indikativ uppsida om 47 % från dagens kurs. GT-002 är en läkemedelskandidat med tänkt verkningsområde inom CNS.⁵ Mot bakgrund av detta bedöms den ackumulerade sannolikheten för GT-002 att nå marknad till 15 % år 2025, i enlighet med S.Burill 2008 *Valuation of Life Science*. Tabellen nedan illustrerar gjorda antaganden om GT-002s potentiella patientmängd.

Område	Befolkning miljonalt	Andel med schizofreni	Följsamhet	Marknadsandel	Patienter Tusental
Europa	512	0,7 %			179
USA & Kanada	359	1,2 %	50 %	10 %	215

Utifrån dessa antaganden skapas två möjliga huvudscenarier. Scenario 1 och 2 bygger båda på ett antagande om försäljningspris per läkemedelsdos om 54 tSEK i Europa och 70 tSEK i USA och Kanada. Antagandena bygger på ett genomsnitt av försäljningspris på dagens tillgängliga läkemedel. Scenarierna exkluderar försäljning utöver schizofreni samt eventuell försäljning på ytterligare geografiska områden där Gabather har patent såsom Japan, Kina och Indien.

Scenario	Patent & formulering	Sannolikhet	Royalty	WACC	Indikativt aktiepris
1	EU 2028, USA & Kanada 2031	15 %	10 %	20 %	11,3
2	2038	12 %			15,2



Omsättning scenarioanalys

1. PhD R.Nemede, Mentalhelp.com (22/10-17)

2. Technavio, Global Antipsychotic Drugs Market (2017) Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

3. Good Manufacturing Practice

4. Clinical Research Services Turku
5. Central Nervous System

A CITY MEDIA AB

ANALYTIKER: GUSTAV FURENMO

ÖVERSIKT



Efter en intensiv förvärvsperiod är ACM välpositionerade för fortsatt kraftig tillväxt. Med en monopolistisk ställning på en växande marknad väntas Bolaget kunna växa med bibehållen lönsamhet. Hög kapacitet och försäljningsfokus framgent bådadar för en ljus framtid. Efter negativ kursutveckling 2017 finns goda möjligheter för uppvärdering. Bolaget värderas till EV/EBITDA om 6 på 2018E, motsvarande en uppsida om 78% gentemot peers.

NUVARANDE KURS

91 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

77 kr

162 kr

197 kr

A City Media AB ("ACM" eller "Bolaget") är ett svenskt företag som erbjuder helhetslösningar inom utomhusreklam. ACM har reklamtytor fördelade över 260 orter i Sverige. Majoriteten av Bolagets reklamtytor är av digital karaktär i form av storformatsskärmar och mindre skärmar stationerade i butiksmiljöer.

Aggressiv förvärvsstrategi leder till monopolistisk marknadsposition på fragmenterad marknad. ACM har under 2015 och 2016 bedrivit en aggressiv förvärvsstrategi, vilket har ökat Bolagets geografiska spridning och stärkt dess produktportfölj. Genom förvärv tillkommer initialt omsättningsbidrag men förvärven är framför allt intressanta ur ett strategiskt perspektiv. Med ökad geografisk spridning kan Bolaget koordinera marknadsföringskampanjer åt stora företag som vill ha en bred exponering regionalt. Således kan avtal med större ordervärden uppnås och djupgående kundrelationer etableras. En förstärkt produktportfölj väntas även leda till synergieffekter, där Bolaget kan generera försäljning inom flera produktsegment genom att erbjuda helhetslösningar. Detta minskar kostnader för säljbearbetning och leder således till förbättrade marginaler. Vidare väntas den starka marknadsposition som ACM uppnått leda till fördelar i form av bättre *pricing power* på sikt. Slutligen är Bolagets marknad fragmenterad, vilket möjliggör framtida förvärv till låga multiplar.

Omogen reklammarknad som väntas växa framgent. Digital reklam i utomhusmiljö är relativt nytt i Sverige. Möjligheter för denna typ av marknadsföring har länge varit begränsad i delar av Sverige till följd av strikta regler. Marknaden befinner sig nu i en mognadsfas där medieinvesteringar i utomhusreklam uppgick till 1 436 MSEK 2016, en ökning om 15,6 % gentemot 2015.¹ Anledningen till att digital utomhusreklam är attraktivt är dess genomslagskraft mot konsumenter. Statistik visar att rörlig (digital) utomhusreklam uppmärksammas i högre utsträckning än statisk reklam, samt att storformatsreklam beskådas under längre tid.² Vidare möjliggör Bolagets mjukvara och styrning av medieinnehåll att kunder kan skräddarsy kampanjer och innehåll som visas på Bolagets reklamtytor. Dessa marknadstrender talar till fördel för ACM som är nischade inom detta segment. Däremot kräver en omogen marknad utbildningsinsatser i form av ökad säljbearbetning, vilket ökar Bolagets behov för ytterligare säljpersonal.

Säljbart mediautrymme om 600 MSEK skapar tillväxtmöjligheter. ACM har tredubblat sitt säljbara mediautrymme sedan 2015 och bedöms idag uppgå till drygt 600 MSEK. 2016 omsatte Bolaget drygt 80 MSEK, vilket påvisar att ACM har kapacitet att generera betydligt större omsättning.

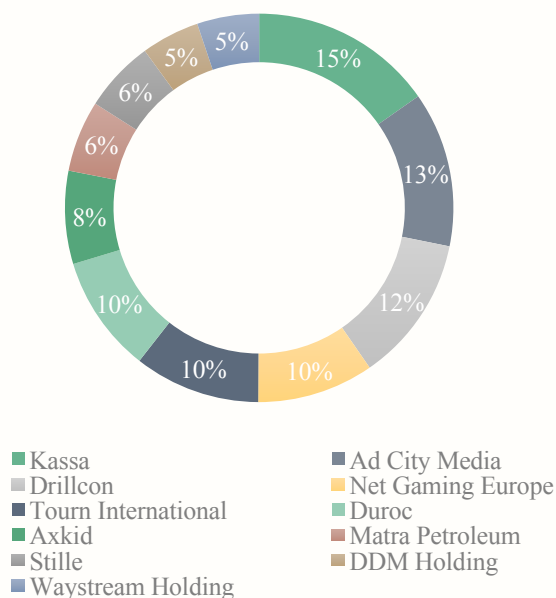
Flaskhalsar bedöms därmed inte utgöras av kapacitetsbrist utan hänförligt till Bolagets säljorganisation. Q2 2017 guidar VD, Anders Axelsson, för fortsatt fokus på att stärka Bolagets säljorganisation. Hög kapacitet i kombination med fortsatt säljfokus väntas leda till ökad tillväxt 2018 och 2019.

Hög goodwill i kombination med redovisningsprinciper tynger resultatet. Till följd av den intensiva förvärvsstrategi som ACM bedrivit utgör dess ackumulerade goodwill 41 % av balansomslutningen. Eftersom Bolaget redovisar enligt K3 uppstår krav om att goodwill ska skrivas av linjärt över den rekommenderade perioden om 5 år. Detta belastar Bolagets möjlighet att redovisa vinst och leder således till höga multiplar som grundas på vinst (P/E). Dessa multiplar är vanligt förekommande värderingsmått bland investerare och därmed bedömer Analyst Group att det åligger missuppfattningar gällande bolagets värdering. Om ACM övergår till att redovisa enligt IFRS bedöms jämförbarheten öka.

I ett base scenario värderas ACM till EV/EBITDA om 6 på 2018E. I ett *base scenario* väntas ACM uppnå en omsättning om 119 respektive 137 MSEK för 2017 och 2018. Det motsvarar en omsättningstillväxt om 47 % respektive 15 %. Omsättningsökningen drivs av organisk tillväxt samt de större ordrar som Bolaget mottagit 2017. EBITDA-marginalen estimeras bli cirka 17 % respektive 20 % för 2017 och 2018. Marginalexpansionen sker till följd av skalfördelar samt synergieffekter från tidigare förvärv. Det resulterar i en EV/EBITDA-multipel om 6 på 2018E. I ett *bear scenario* estimeras omsättningstillväxten till 37 % respektive 5 %. Den lägre tillväxten, primärt under 2018, sker till följd av obefintlig organisk tillväxt. Vidare leder svagare tillväxt till att skalfördelar inte utkristalliserar, vilket leder till en EBITDA-marginal om 12 % respektive 11 % för 2017 och 2018. I ett *bull scenario* motiveras en högre tillväxt om 54 % respektive 20 % för 2017 och 2018. Det kan motiveras om Bolaget snabbt lyckas integrera förvärven till fullo samt ha fortsatt hög organisk tillväxt. Skalfördelar och synergieffekter leder till en högre EBITDA-marginal om 18 % respektive 22 % för perioden.

Indikativ uppsida om 78 % på 2018E gentemot peers. Företag som liknar ACM gällande bransch och marknadsexponering är JCDcaux, Clear Channel och ZetaDisplay. Snittvärderingen på rullande tolv månader för peers uppgår till EV/EBITDA 12,5. Dessa bolag är större än ACM vilket i dagsläget motiverar en värderingsrabatt till följd av högre riskprofil. Således estimeras en *targetmultipel* till EV/EBITDA om 10,6 för 2018. ACM estimeras i *base case* värderas till EV/EBITDA om 6 2018E, vilket motsvarar en indikativ uppsida om cirka 78 % under prognostiserad period.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ



AKTIE	BETYG (1 – 5)
A 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

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

BÖRS & SENTIMENT

Börsens bolag står nu inför Q3-rapporterna, och summerar vi utfallet så här långt så ser vi en svagt positiv tendens. Även om det primärt är större bolag som rapporterat så här långt så är det flera VD:ar som varit positiva gällande orderingång och guidning. Detta, i kombination med fortsatt högt intresse gällande IPO:er, gör att vi bedömer riskaptiten som fortsatt hög.

Senaste veckan har Aktietorgets Index klättrat med 0,67 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som stigit med 1,52 %. Portföljens utveckling summerade till 0,2 %.

AD CITY MEDIA

Efter en intensiv förvärvsperiod är ACM välpositionerade för fortsatt kraftig tillväxt. Med en monopolistisk ställning på en växande marknad väntas Bolaget kunna växa med bibehållen lönsamhet. Hög kapacitet och försäljningsfokus framgent baddar för en ljus framtid. Efter negativ kursutveckling 2017 finns goda möjligheter för uppvärdering. Bolaget värderas till EV/EBITDA om 6 på 2018E, motsvarande en uppsida om 78% gentemot peers.

GABATHER

Gabathers läkemedelskandidat, GT-002 har i prekliniska studier indikerat hämning av psykosymtom och förbättrad kognitiv förmåga, med låga biverkningar. Anti-psykotiska sjukdomar saknar i dagsläget läkemedel utan påtagliga biverkningar. En rNPV-värdering av Gabathers mest sannolika scenario som godkänt läkemedel ger ett indikativt aktiepris om 11,3 kr, motsvarande 47 % uppsida från dagens nivå.

FIREFLY

Firefly agerar på en marknad som betonas av strukturell tillväxt med ett stort inslag av återkommande intäkter. Med insiderägande 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 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 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 och DDM Holding.

Gustaf Nordin äger aktier i: Ad City Media, Tourn International, Matra Petroleum 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