

PORTFÖLJEN

NR 8, NOVEMBER 2017, v. 47

VECKANS UPPLAGA

ALACDON GROUP

Hög strukturell tillväxt och stark position

Läs mer om Alcadon Group på *sida 3*

SWEMET

Låg värdering och stor potential

Läs mer om Swemet på *sida 4*

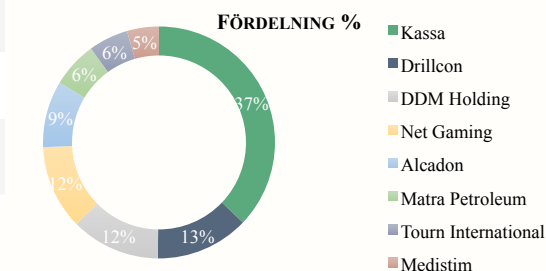
FÖRVALTARKOMMENTAR

”Aktieexponering på höga nivåer”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 7,09 %, OMXS30 -1,59 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,2 kr	-18%	
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	8%	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,3 kr	-7%	
Alcadon	3	2017-11-26	38,9 kr	0%	
Matra	3	2017-11-19	7,0 kr	7%	
Tourn International	3	2017-10-01	15,9 kr	44%	
Medistim	3	2017-11-12	73,2 kr	5%	



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 33 %.

SWEMET

Fram till 2025 bedömer Energimarknadsinspektionen att 5 miljoner elmätare behöver bytas ut till följd av nya funktionskrav. Värde på dessa elmätare estimeras uppgå till 12-15 mdSEK. Swemet står väl positionerade inför detta utbyte och har åtta pilotsystem som har ett potentiellt försäljningsvärde om 110 MSEK. I ett base scenario värderas Swemet till EV/EBITDA 6,0 på 2018 års prognos vilket resulterar i en uppsida om 51 %.

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



Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 33 %.

NUVARANDE KURS

39,10 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

34,46 kr

52,14 kr

57,90 kr

Alcadon ("Alcadon" eller "Bolaget") är en leverantör av produkter inom data- och telekommunikation i Norden. Bolaget tillhandahåller nätverks- och bredbandslösningar till fibernät, fastighetsnät, bostadsnät och tjänster såsom utbildning och felsökning. Sverige utgör största delen av Bolagets försäljning där majoriteten av Bolagets kundbas består av nätverksinstallatörer. Bolaget säljer produkter från kända varumärken samt från de egna varumärkena ECS och DC-line.

2017-05-12 skrev Analyst Group en analys på Alcadon och erhöll då betyget bull 1. Sen dess har Bolaget framgångsrikt integrerat förvärvet av DataConnect, förvärvat Svagströmsmaterial, tecknat flertalet avtal med fastighetsbolag och nått en starkare tillväxt än väntat och samtidigt bibehållit lönsamheten med en EBITDA-% om 12 %. Till följd anser Analyst Group att caset har stärkts och estimaten uppreviderats vilket fått betyget att gå från 1 till 3.

Kommentar på Q3-rapporten. Under Q3 växte Alcadon med 105 % varav 27 % organiskt, trots ett säsongsmässigt svagt kvartal. Tillväxten drivs av en jämn, stark efterfrågan inom samtliga segment. Vidare har Bolaget sett en ökad efterfrågan på server- och datahallsprojekt. Integrationen av förvärvet Svagströmsmaterial, har gått enligt plan och väntas vara fullständigt integrerat med verksamheten under Q4. Alcadon har under året stärkt sin position inom fastighets- och bostadsnät till följd av en lyckad integration av DataConnect och det egna varumärket DC-line som riktar sig till bostadsprojekt, vilket resulterat i avtal med bl.a. JM och Riksbyggen motsvarande försäljningsvärden om 60 MSEK respektive 15 MSEK. De två förvärven väntas resultera i synergieffekter i inköp och försäljning då inköpsvolymerna blir större och säljkanalerna blir fler.

5G-nätet estimeras växa CAGR 50,9 % 2020-2026 och medför stora tillväxtmöjligheter efter bredbandsutbyggnaden. Ett stort frågetecken för bolag exponerade mot fibermarknaden är vad som händer med tillväxten efter att regeringens bredbandsmål om 90 % 2020 är uppnått. Alcadon har varit leverantör av 3G- och 4G-utbyggnaden. Vidare har Bolaget som ambition att bli en viktig aktör inom 5G-utbyggnaden. De första 5G-näten väntas testas under 2018. 2020 brukar estimeras vara den tidpunkt då det finns kommersiell tillgänglighet.¹ Under perioden 2020-2026 estimeras marknaden för 5G-infrastruktur växa med en CAGR om 50,9 %.² Enligt Bolaget kommer flertalet nya antenner behöva byggas till 5G-nätet och till dessa antenner kommer fibernät behövas. Alcadon bedöms var väl positionerade och ha en kompetent ledning som varit med om många teknologiska paradigmskiften för att kunna kapitalisera på 5G-utbyggnaden.

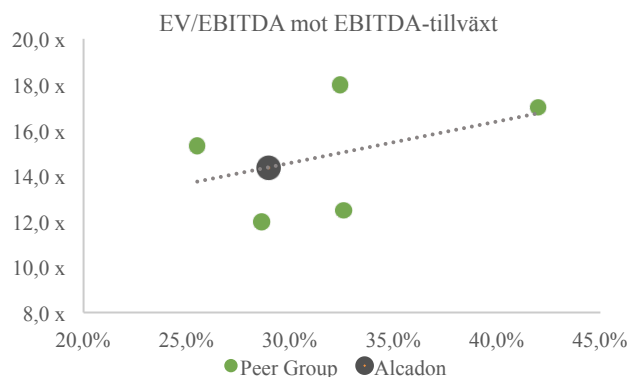
Värderas till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos.

I ett base scenario prognostiseras omsättningen uppgå till 645 MSEK, motsvarande en tillväxt om 22 % på 2018E. Tillväxten drivs av en fortsatt hög efterfrågan från fibermarknaden och ett ökat antal projekt inom server- och datorhallar. EBITDA-marginalen väntas stärkas från 12 % (R12M) till 13 % på 2018 års prognos. Den förbättrade lönsamheten härleds till en ökad försäljning av egna varumärken samt att Bolaget visat på god OPEX-kontroll under 2017 vilket väntas bibehållas. Givet dessa antaganden värderas Alcadon till EV/EBITDA 10,8 på 2018E.

MSEK	R12M	2017E	2018E
Omsättning	475	529	645
Tillväxt (Y/Y)	n.a.	86 %	22 %
EBITDA	57	65	84
EBITDA-%	12,0 %	12,3 %	13,0 %
EV/EBITDA	15,8	13,9	10,8

Targetmultipel om 14,4 ger en indikativ uppsida om 33,4 %.

Targetmultipeln om 14,4 bestäms genom en multipelregression. Regressionen sätter peers nuvarande värdering (R12M) i förhållande till dess förväntade EBITDA-tillväxt enligt estimat. Peers utgörs av Transtema, Hexatronic, DistIT, Bahnhof och Bredband2. Regressionen implicerar en targetmultipel om EV/EBITDA 14,4. Det ska betonas att datamaterialet innehåller ganska få datapunkter med stor spridning. Därmed bör den implicerade targetmultipeln ses som ett grovt estimat. I ett base scenario handlas Alcadon till EV/EBITDA 10,8 vilket ger en uppsida om 33 % på 2018 års prognos. I ett bull scenario estimeras EV/EBITDA till 9,7 vilket ger en uppsida om 48 %. I ett bear scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 16,3 vilket motsvarar en nedsida om - 12 %.



¹ PTS, "PTS tillgängliggör spektrum för storskaliga 5G-tester", 2017-03-31

² Markets and Markets, "5G Infrastructure", 2017

ÖVERSIKT



Fram till 2025 bedömer Energimarknadsinspektionen att 5 miljoner elmätare behöver bytas ut till följd av nya funktionskrav. Värdet på dessa elmätare estimeras uppgå till 12-15 mdSEK. Swemet står väl positionerade inför detta utbyte och har åtta pilotsystem som har ett potentiellt försäljningsvärde om 110 MSEK. I ett base scenario värderas Swemet till EV/EBITDA 6,0 på 2018 års prognos vilket resulterar i en uppsida om 51 %.

NUVARANDE KURS

2,23 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

0,66 kr

3,37 kr

4,78 kr

Swemet ("Swemet" eller "Bolaget") erbjuder produkter och tjänster till elnätbolag i Sverige och Europa. Bolaget inriktar sig på smarta elmätare och konsulttjänster inom elkvalitet till små- och medelstora elnätbolag. Swemet tillhandahåller konsulttjänster, egenutvecklad hårdvara och mjukvara samt distribuerar produkter från ZTE och Connode. Swemets kunder utgörs av bl.a. E.ON. och Vattenfall Service.

Enligt Energimarknadsinspektionen ska 5 miljoner elmätare bytas ut innan 2025. 1 november 2017 lämnade Energimarknadsinspektionen över författningsförslaget "Funktionskrav på Elmätare" till Energi- och miljödepartementet. I förslaget framgår att dagens elmätare måste uppfylla sju nya funktionskrav. Vidare implicerar detta att 5 miljoner elmätare behöver bytas ut för att uppfylla de föreslagna funktionskraven. Vidare föreslår Energi- marknadsinspektionen att funktionskraven ska vara uppfyllda innan 2025.¹ Värdet på dessa 5 miljoner elmätare estimeras uppgå till 12-15 mdSEK. Som följd av de nya funktionskraven och tidskravet förväntas marknaden mötas av ett stort antal upphandlingar från och med hösten fram till 2025. Sweco har genomfört intervjuer med flertalet elnätbolag och har utifrån svar från dessa estimerat att under 2017-2018 kan 300 000 nya elmätare installeras årligen och motsvarande siffra för perioden 2019-2025 uppgår till 600 000.²

Swemet står väl positionerade inför kommande utbyte av elmätare. Swemet har åtta pilotsystem ute hos kunder som tillsammans har en orderpotential om 110 000 mätare, vilket motsvarar ett försäljningsvärde om 110 MSEK. Ett pilotsystem är första steget i en affär och innebär att kunder får testa ett mindre system av Swemets lösningar. Vidare erhöll Bolaget en order från Sala-Heby motsvarande ett värde om 12 MSEK som kommer att börja generera intäkter från och med december i år och löpande fyra år framåt. Det som talar för att kunder ska välja Swemet som leverantör är att de tillhandahåller ett heltäckande erbjudande innefattande konsulttjänster, egenutvecklad hårdvara och mjukvara samt har distributionsavtal med flertalet aktörer. Exempelvis tecknade Swemet under 2016 distributionsavtal med ZTE Corporation med syftet att kunna leverera smarta elmätare som uppfyller Energimarknadsinspektionens föreslagna funktionskrav. Vidare är ZTE en ledande leverantör av produkter inom el- och nätverkslösningar.

I ett base scenario värderas Swemet till EV/EBITDA 3 på 2019E. Swemet har två stabila intäktsben från konsulttjänster och hjälpapparater som väntas generera ett försäljningsvärde om ca 10-12 MSEK årligen under prognosperioden 2017-2019. Konsulttjänsterna utgörs främst av felsökning till nätbolag och

kännetecknas av återkommande stabila intäkter som väntas generera en omsättning om ca 6,9 MSEK på 2017E och 8,6 MSEK på 2018E och 2019E. Exempelvis har E.ON. tecknat ett avtal med Swemet som leverantör av felsökning. Vidare väntas försäljning av hjälpapparater omsätta ca 3-3,5 MSEK årligen på 2017E-2019E. Utöver omsättningen från konsulttjänster och hjälpapparater kommer tillväxten i Bolaget drivas av antal utbytta elmätare från de befintliga pilotsystemen.

SEK	Bear	Base	Bull
Försäljningsvärde per elmätare		1 000	
Potentiellt antal elmätare		110 000	
Potentiellt försäljningsvärde		110 000 000	
Penetration	14 %	41 %	62 %

På 2017E prognostiseras omsättningen i ett base scenario till 16,2 MSEK motsvarande en tillväxt om 43 %. Swemet väntas få in ordervärden på elmätare om 5, 15 och 25 MSEK på 2017E, 2018E och 2019E. Detta innebär att Bolaget antas få 41 % av de potentiella intäkterna från pilotsystemen. Givet dessa antaganden handlas Swemet till EV/EBITDA 5,5 och 3,0 på 2018E respektive 2019E.

tSEK	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	11 331	16 207	29 836	39 836
Tillväxt (Y/Y)	9 %	43 %	84 %	34 %
EBITDA	-1 380	516	5 810	10 678
EBITDA-%	-12,2 %	3,2 %	19,5 %	26,8 %
EV/EBITDA	neg.	67,1	6,0	3,2

I ett bull scenario hålls allt annat lika förutom antalet sålda elmätare. Swemet väntas få in ordervärden motsvarande 62 % av potentiellt försäljningsvärde från elmätarna. Givet dessa antaganden handlas Swemet till EV/EBITDA 3,9 och 1,8 på 2018E respektive 2019E. I ett bear scenario väntas Bolaget få in 14 % av potentiellt försäljningsvärde från elmätarna och värderas till EV/EBITDA 28,1 och 20,2 på 2018E respektive 2019E.

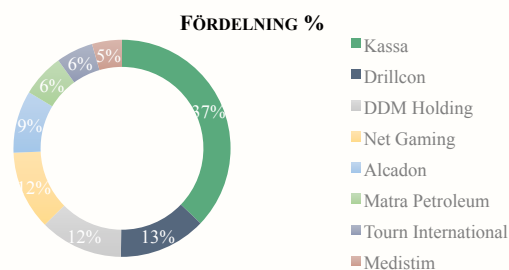
Indikativ uppsida om 55 % på 2018E gentemot en targetmultipel om EV/EBITDA 9. Det finns inga direkta noterade peers till Swemet och därav bestäms en targetmultipel på en bredare jämförelse. Targetmultipeln baseras på EV/EBITDA-medianen för alla lönsamma noterade bolag (NGM, First North, Aktietorget och Small Cap) inom sektorerna energi och kraftförsörjning. Denna median uppgår till EV/EBITDA 9. I ett base scenario handlas Swemet till EV/EBITDA 6,0 på 2018E vilket resulterar i en uppsida om 51 %. Motsvarande siffra för bull och bear scenario uppgår till 114 % respektive - 70 %.

¹ Energimarknadsinspektionen, "Funktionskrav på Elmätare", 2017-11-01

² Sweco, "Funktionskrav Mätssystem", 2015-03-09

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	KÖPKURS (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 7,09 %, OMXS30 -1,59 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,2 kr	-18 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	52,5 kr	8 %	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,3 kr	-7 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,9 kr	0 %	
Matra	3	2017-11-19	7,0 kr	7 %	
Tourn International	3	2017-10-01	15,9 kr	44 %	
Medistim	3	2017-11-12	73,2 kr	5 %	



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Temat för veckan som gått har varit att avyttra innehav och utöka kassan. Under veckan släppte JP Morgan en uppdatering som indikerar att aktieexponeringen är på mycket höga nivåer. Vi tror att det kan uppstå intressanta köplägen, och därför har vi utökat andelen kassa.

I måndags avyttrades innehavet i ACM. Vi ser fortsatt stor potential i akten men valde att avyttra innehavet på grund av intressekonflikt i och med publicerad analys som kan läsas [här](#).

Axkid kom med en stark rapport i fredags. Aktien ser fortsatt intressant ut men visibiliteten är begränsad. På grund av detta valde vi att sälja innehavet innan rapport. Totalt realiserades en vinst om 5 %.

Efter Stilles rapport förra veckan valde vi att avyttra vår position. Riskerna består främst av ökande kostnadsmassa. Risk/reward ser fortsatt intressant ut, men vi gör bedömningen att marginalerna är svåra att estimera kommande kvartal, och därför valde vi att sälja vårt innehav. Vi realiserade således en förlust om 15 %.

Även Net Gaming kom med rapport i veckan. Rapporten var stark, men engångskostnader, primärt relaterade till finansiering, tyngde vinsten. Bolaget har en bra position och ytterligare förvärv bör kunna addera ytterligare omsättnings- och EBITDA-tillväxt. Således behåller vi vår positiva syn.

Senaste veckan har Aktietorgets Index stigit med 0,16 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som föll med 0,19 %. Portföljens utveckling summerade till -1,8 %.

ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 33 %.

SWEMET

Fram till 2025 bedömer Energimarknadsinspektionen att 5 miljoner elmätare behöver bytas ut till följd av nya funktionskrav. Värde på dessa elmätare estimeras uppgå till 12-15 mdSEK. Swemet står väl positionerade inför detta utbyte och har åtta pilotsystem som har ett potentiellt försäljningsvärde om 110 MSEK. I ett base scenario värderas Swemet till EV/EBITDA 6,0 på 2018 års prognos vilket resulterar i en uppsida om 51 %.

MATRA PETROLEUM

Effektiviseringsprogram i kombination med stigande oljepris har lett till att produktionen ökat med 37 % samtidigt som försäljningen ökat med 203 %. Detta drivs av en mycket attraktiv investeringskalkyl, som vid nuvarande oljeprisnivå har en IRR om över 50 %. Med en kompetent ledning, meriterande ägarlista och en rabatt om ca. 50 % mot peers sett till EV/1P, bedöms Matra kunna värderas upp med 40 % fram till 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: Drillcon, Net Gaming Europe, Alcadon Group, Tourn International, Matra Petroleum, DDM Holding och Medistim.

Staffan Bülow äger aktier i: DDM Holding, Net Gaming, Swemet, Drillcon, Matra Petroleum och Alcadon.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-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