

PORTFÖLJEN

NR 13, JANUARI 2018, V. 4

VECKANS UPPLAGA

SLEEPO AB

Exponering mot den snabbväxande e-handeln för heminredning

Läs mer om Sleepo AB på *sida 3*

ASPIRE GLOBAL PLC

Attraktiv värdering och lansering av sportsbook

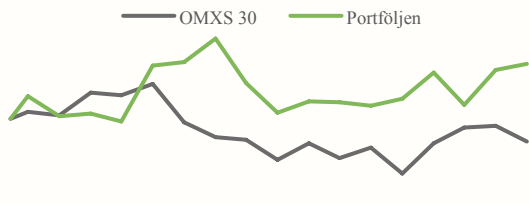
Läs mer om Aspire Global PLC på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

"I veckan köptes Talkpool"

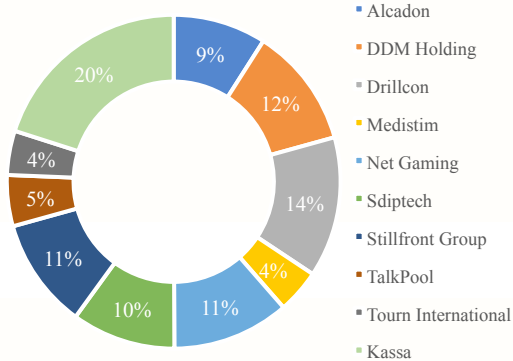
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,77 %, OMXS30 -1,54 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-13,4 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-0,5 %	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-9,1 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-0,8 %	
TalkPool	3	2018-01-16	44,71 kr	-1,4 %	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	8,2 %	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	0,8 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-2,4 %	
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-0,7 %	

okt-17 nov-17 dec-17 jan-18

FÖRDELNING %



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

SLEEPO AB

Tillväxten i heminredning, under Q3 2017, härleds till skiftet från traditionell- till digital handel. Sleepo har utarbetat en särställning på marknaden, med bl.a. marknadsföring på Instagram och Pinterest, samt fördelaktiga leverans- och returvillkor. Sleepo avänder sig av tredjepartslogistik, vilket gör affärskonceptet skalbart. För 2017/18E estimeras en omsättning om 95.2 MSEK. Givet en EV/Sales om 1, indikerar det en uppsida om 59 % fram till bokslut.

ASPIRE GLOBAL PLC

Sedan en stark börsintroduktion juni 2017 har Aspire Global underpresterat i vinsttillväxt, vilket medfört en svag kursutveckling. Samtidigt estimeras tillväxten på EBITDA-nivå för 2018 vara lägre än för bolag inom samma bransch. Bolagets låga värderings-multiplar och den låga potentiella nedsidan gör dock värderingen attraktiv, med en uppsida om 20,0 % för 2017E i ett base scenario.



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/

SLEEPO AB

ANALYTIKER: GUSTAF NORDIN

ÖVERSIKT

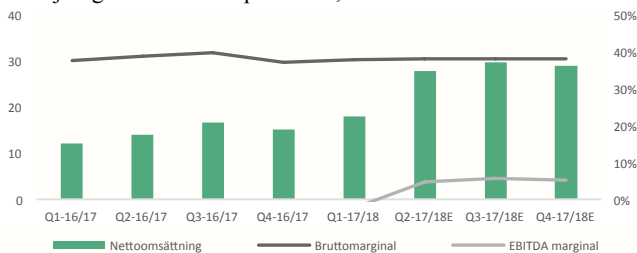


Tillväxten i heminredning, under Q3 2017, härledd till skiftet från traditionell- till digital handel. Sleepo har utarbetat en särställning på marknaden, med bl.a. marknadsföring på Instagram och Pinterest, samt fördelaktiga leverans- och returvillkor. Sleepo avänder sig av tredjepartslogistik, vilket gör affärskonceptet skalbart. För 2017/18E estimeras en omsättning om 95.2 MSEK. Givet en EV/Sales om 1, indikerar det en uppsida om 59 % fram till bokslut.

Sleepo AB ("Sleepo" eller "Bolaget") säljer heminredning genom e-handelssidan *sleepo.se* och är endast verksamt i Sverige. Bolagets utbud sträcker sig över 10 000 varor med 80 välkända varumärken och *private label*. Bolaget använder sig av *drop-shipping* och tredjepartslogistik.

Outsourcad logistik ger skalbar affärsmodell och möjliggör expansion framgent Sleepo lagerhåller sällan de produkter vilka säljs genom e-handelsplattformen, istället överläts detta till tredjepartslogistik. Affärsmodellen är därmed slimmad, vilket återspeglas av att kortfristiga tillgångar utgör 71 % av balansomslutningen (WC/Sales om -1 %). Således bedöms verksamheten vara mycket skalbar och ytterligare tillväxt bedöms varken binda stora delar WC eller kräva tunga investeringar.

Trendskifte i marknaden öppnar för stark underliggande tillväxt inom e-handel Den totala omsättningen för heminredning i Sverige uppgår till 50 mdSEK per år, varav e-handeln representerar 5 % (ca 2,5 mdSEK), 2025 förväntas denna andel uppgå till 20 % (CAGR 20 %).¹ Under H1 2017 stod e-handeln för all försäljningstillväxt inom sällanköpsvaror, det har således inte skett någon tillväxt i konventionella butiker.¹ Av 2017 återstår årets "grand final" kalender-Q4 2017, vilket omfattar bl.a. en ständigt ökanade försäljning under *Black Friday*, julhandel och fler extra julhelgdagar gentemot i fjol. Sammantaget talar detta för att företag med en befäst position inom e-handel kan tillskrivas goda försäljnings-utsikter dels på 2017E, och för flera år framöver.



Top of mind-position öppnar för ett strategiskt övertag mot framtida konkurrenter E-handel av sällanköpsvaror karaktäriseras av låga inträdesbarriärer, vilket alltjämt talar för lägre lönsamhet på lång sikt. Konkurrensfördelarna återfinns bl.a. i kundkontakt, *top of mind-branding* och logistik. Sleepo anses ha en stark position inom kundförmåner (t.ex. fri frakt och fri retur), vilket bedöms vara en av anledningarna till den höga andelen återkommande kunder (se tabell på nästa sida). Logistikern är baserad på *drop shipping*, vilket minimerar flaskhalsar på bekostnad över flödeskontroll. Vidare särskiljer sig Bolaget inom marknadsföring (främsta kanaler Instagram och Pinterest).

2017/18E

NUVARANDE KURS

9,15 kr

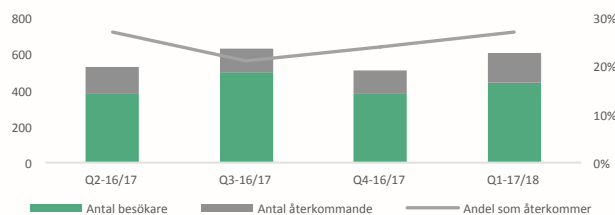
VÄRDERINGSINTERVALL

6,44 kr

14,59kr

19,79kr

Genom denna särställning, och kommunicerad storsatsning på influencer marketing, bedöms Sleepo underbygga en *top of mind*-ställning på den svenska e-handelsmarknaden. En sådan position kan eventuellt motverka det långsiktiga hotet av ökad konkurrens. Boozt Fashion AB (Boozt), vilket är en motsvarighet inom retail, har med hjälp av sin ledande position vidgat affärsmodellen till att också vara återförsäljare för återförsäljare (affiliate).² Sleepo bedöms ha liknande förutsättningar för denna typ av affärsmodell.



Potentiell uppsida om 59 % i Base scenario 2017/18E Sleepo redovisar brutet år, vilket implicerar att bokslut 2017 sker maj 2018. Okt-dec omfattar delar av brutet Q2 och Q3. Sleepo har kommunicerat en marknadsföringssatsning för att nå 1,5 miljoner potentiella konsumenter under Q3 och Q4, vilket i Base scenariot bedöms ge ett tillskott om 35 % i omsättning för respektive kvartal, samt kostnader om 4 MSEK per kvartal. *Black Friday* resulterade i 60 % omsättningsökning nov-2017, liknande effekt bedöms julhandeln tillföra dec-2017. Detta, i kombination med inkrementella marginaler om 18 % EBITDA, estimeras en potentiell omsättning om 95,2 MSEK och EBITDA om 2,1 MSEK 2017/18E.

I ett Bear scenario lyckas inte Sleepo utnyttja dagens positionering för att fortsatt växa kraftigt framgent, vilket leder till ett lägre tillskott från julhandeln om 20 %, likväl högre marknadsföringskostnader om totalt 8 MSEK per kvartal och omsättning om 69 MSEK 2017/18E.

I ett Bull scenario slår både julhandeln och marknadsförings-satsningen över förväntningarna och resulterar i en omsättning om 116 MSEK och likvärdiga kostnader som Base scenario, dvs. 4 MSEK för resp. kvartal.

Retail-industrin upplever i dagsläget en struktumställning (fysiskt till digitalt), vilket leder till att tillväxt alltjämt premieras. Låga inträdesbarriärer indikerar högre konkurrens framgent, vilket tenderar att pressa bruttomarginalen långsiktigt. Mot bakgrund av detta anses EV/Sales om 1 vara en lämplig utgångspunkt.

2017/18E	EV/Sales	Target	Upp/Nedsida
Bear	0.86	0.6	- 30 %
Base	0.63	1	59 %
Bull	0.43	1.4	93 %

1. E-Barometern, Postnord Q3 2017.

2. Boozt har egen lagerhållning.

ASPIRE GLOBAL PLC

ANALYTIKER: WILHELM SONDÉN

ÖVERSIKT



Sedan en stark börsintroduktion juni 2017 har Aspire Global underpresterat i vinsttillväxt, vilket medfört en svag kursutveckling. Samtidigt estimeras tillväxten på EBITDA-nivå för 2018 vara lägre än för bolag inom samma bransch. Bolagets låga värderings-multiplar och den låga potentiella nedsidan gör dock värderingen attraktiv, med en uppsida om 20,0 % för 2017E i ett base scenario.

NUVARANDE KURS

36,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

31,2 kr

43,2 kr

46,3 kr

Aspire Global Plc ("Aspire Global" eller "Bolaget") är en B2B-tjänsteleverantör som erbjuder lösningar för lansering och drift av onlinekasinon. Utöver sitt B2B-erbjudande bedriver Bolaget konsumentorienterad (B2C) verksamhet med flera egna kasinovarumärken, däribland Karamba.com. I en relativvärdering mot jämförbara bolag, tilldelas Aspire Global ett potentiellt aktiepris om 43,2 SEK för 2017E, vilket primärt drivs av ett växande antal användare, lansering av en *sportsbook*, samt ett ökat fokus på Bolagets B2B-segment.

Helhetslösning för B2B-segmentet tillgodoser hela värdekedjan

Bolagets B2B-segment består av en plattformslösning, som sträcker sig från regelefterlevnad och kundsupport, till marknadsföring och speldistribution. Spelen tillhandahålls dels från spelutvecklare som NetEnt och Evolution Gaming, men består även av egenutvecklade spel. Egenutvecklade spel har historiskt uppvisat stor popularitet och god lönsamhet, med upp till 35 % högre intäkter per spelardeposition än de från tredje part. Aspire Globals erbjudande skapar även synergier för exempelvis affiliate-företag och medieföretag. Deras *white-label*-lösning, innebär att bolag med stora mängder latent internettrafik kan förmedla spelare till en kasinoplattform under eget varumärke, men som tillhandahålls och drivs av Aspire Global. Etablerade kasinoperatörer, kan samtidigt flytta till Aspire Globals plattform, och nyttja stordriftsfördelar och väsentliga kostnadsminskningar i och med Bolagets effektiva driftlösningar. Intäkterna för B2B fördelas omkring 80/20 % mellan partner och Bolaget.

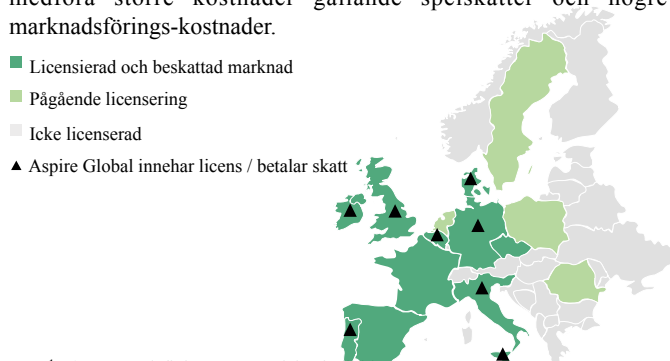
Fokus på licenserade marknader väntas pressa lönsamhet Under 2016 genererades 46 % av Aspire Globals omsättning från licenserade eller beskattade marknader. För närvarande finns Bolaget på sex nationellt licenserade marknader, på vilka Bolaget genererade ca 68 % av total omsättning Q3-17: Storbritannien, Danmark, Belgien, Portugal, Italien samt Malta. Bolaget förväntas fortsätta utöka sin verksamhet på licenserade marknader, i linje med interna målsättningar. Detta ger stabilare intäkter, men bedöms medföra större kostnader gällande spelskatter och högre marknadsförings-kostnader.

■ Licenserad och beskattad marknad

■ Pågående licensiering

■ Icke licenserad

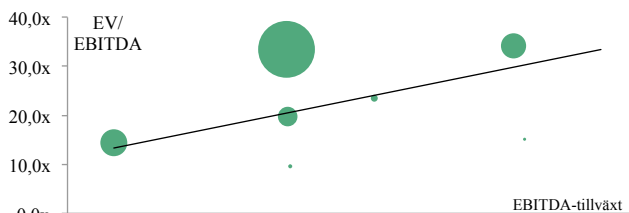
▲ Aspire Global innehar licens / betalar skatt



Starka prestationsmått, relativt peers, där tillväxt drivs av ett ökat antal slutkunder Fyra indikatorer har främst legat till grund för den finansiella prognosen, *antal nya spelare*, *churn rate*, *spelardepositioner* och *hold*.^{1,2} Antal nya spelare estimeras uppgå till ca. 162 tusen för både B2B och B2C (Q4-18E, R12), vilket ger en tillväxt om 24% från dagens 131 tusen och nettospelsintäkter om ca 98 MEUR (71 MEUR). En *churn rate* per nya deponerande användare har estimerats i intervallet 80-90 % för prognosperioden. Snittdepositionerna har historiskt legat över många av konkurrenterna som opererar inom samma segment (ca. 1150 EUR jämfört med 1050 EUR), men väntas minska mot snittet i takt med att antalet spelare ökar. Bolagets spel-/innehållsoptimering ger också en högre *hold* (ca 53 %) än casinonittets 50 %, samt högre än snittet för utvalda peers (ca 30 %). Denna förväntas minska något, till strax över casinonittet under prognosperioden. Satsning på B2B, där kostnader för royalties ligger högre än marknadsföringskostnaderna för B2C, väntas innebära lägre marginaler framgent, med en bruttomarginal och EBITDA-marginal om 38 % respektive 18 % för 2018, att jämföra med dagens 43 %, respektive 23 %.

En ytterligare trigger att beakta framgent är Bolagets planerade lansering av en *sportsbook*, vilken beräknas bli tillgänglig under Q1-18, på några av Bolagets plattformar. Detta förväntas generera intäkter från Q2-18 och ställer Aspire Global väl positionerat inför ett stort potentiellt spelarinflöde under Fotbolls-VM 2018.

Motiverade uppsidor är 20,0 %, 28,6 %, och -13,3 %, i ett Base, respektive Bull och Bear scenario Värderingen baseras på en regressionsanalys, där peer-gruppens EV/EBITDA-multiplier (Q3-17, R12) ställs i förhållande till den estimerade EBITDA-tillväxten för 2018.³ Aspire Globals estimerade EBITDA-tillväxt kommer således ligga till grund för dess motiverade värdering. I ett base scenario där Bolaget genererar en tillväxt om 6 %, motiveras en multipler om 12,5x och en uppsida om 20,0 %. En tillväxt om 11 %, som tillfaller ett bull scenario, innebär uppsida om 28,6 %. Ett bear scenario, där tillväxten är -14 %, är nedsidan 13,3 %.



Scenario	Target	EV/EBITDA	Indikerat Aktiepris (SEK)	Upp-/Nedsida %
Base	12,5x		43,2	20,0 %
Bull	13,4x		46,3	28,6 %
Bear	8,8x		31,2	-13,3 %

¹ Churn rate definieras som andelen individer som emigrerar från bolagets spelplattformar..

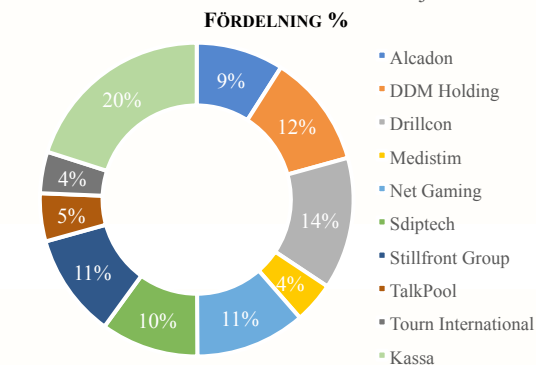
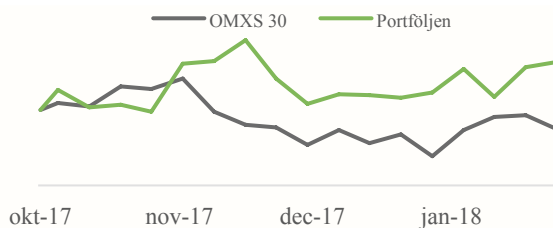
² Hold definieras som nettospelsintäkt per spelardeposition

³ Bland peer-gruppen återfinns Cherry, NetEnt, Global Gaming, Evolution Gaming, Leovegas, Nordic Leisure, mfl. Källa: Bloomberg.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-13,4 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-0,5 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-9,1 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-0,8 %
TalkPool	3	2018-01-16	44,71 kr	-1,4 %
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	8,2 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	0,8 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-2,4 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-0,7 %

PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,77 %, OMXS30 -1,54 %



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I veckan som gått köptes Talkpool in till portföljen och vår position i Stillfront ökades. För 2018 värderas OMXS30 till P/E 16,2, och estimaten för vinsttillväxten uppgår till 11,6 %. 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.

2018-01-16 släppte Analyst Group en oberoende analys av Talkpool. I analysen anses Talkpool ha ett motiverat värde om 46 kr i base scenario och 68 kr i bull scenario. Sedan analysen släpptes har Bolaget släppt två nya pressmeddelanden. Dels att Bolaget går in i Saudiarabien och får en initial order om 1 MEUR, dels att Bolaget inlett ett samarbete med Nouratron AB. Sammantaget bedömer Analyst Group dessa pressmeddelanden som positiva och att Bolagets satsning på Internet of Things bär frukt.

I veckan valde vi att öka i Stillfront Group, som fallit något den sista tiden sedan den positiva nyheten om förvärvet av Goodgame Studios. Vår analys ser positivt på aktien och ser den senaste månadens nedgång som ett bra köpläge. Värderingen ser inte särskilt ansträngd ut för 2018, och eftersom bolaget nyligen har förvärvat ser vi uppvärderingspotential, samtidigt som såväl tillväxt som lönsamhet imponerar.

OMXS 30 har sedan portföljen startades sjunkit med 1,54 % samtidigt som portföljen stigit med 3,77 % under samma period.

SLEEPO AB

Tillväxten i heminredning, under Q3 2017, härleds till skiftet från traditionell- till digital handel. Sleepo har utarbetat en särställning på marknaden, med bl.a. marknadsföring på Instagram och Pinterest, samt fördelaktiga leverans- och returvillkor. Sleepo använder sig av tredjepartslogistik, vilket gör affärskonceptet skalbart. För 2017/18E estimeras en omsättning om 95.2 MSEK. Givet en EV/Sales om 1, indikerar det en uppsida om 59 % fram till bokslut.

ASPIRE GLOBAL PLC

Sedan en stark börsintroduktion juni 2017 har Aspire Global underpresterat i vinsttillväxt, vilket medfört en svag kursutveckling. Samtidigt estimeras tillväxten på EBITDA-nivå för 2018 vara lägre än för bolag inom samma bransch. Bolagets låga värderings-multiplar och den låga potentiella nedsidan gör dock värderingen attraktiv, med en uppsida om 20,0 % för 2017E i ett base scenario.

TALKPOOL AG

Talkpool är verksamma inom telekom- och nätverkstjänster i över 20 länder fördelat på fyra kontinenter. Bolagets kunder utgörs av världens största operatörer och försäljare av telekomprodukter, däribland Ericsson, Nokia, Huawei, Digicel och Deutsche Telekom. Avtalen med dessa kännetecknas av långa kontraktstider och stabila återkommande intäkter. Dessa stabila kassaflöden ska användas till att växa inom IoT. Bolaget står väl positionerade inför denna satsning med flertalet pilotprojekt i fler än åtta länder och har nyligen erhållit en genombrottsorder om 25 MSEK.

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, DDM Holding, Medistim, Sdiptech, TalkPool, Sleepo och Stillfront Group.

Gustaf Nordin äger aktier i: Stillfront Group och Sleepo

Wilhelm Sondén äger aktier i: Drillcon, Net Gaming Europe och Aspire

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 2014-2018). 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 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE