

PORTFÖLJEN

Nr 1, JANUARI 2018, v. 3

VECKANS UPPLAGA

STILLFRONT GROUP

Attraktiv värdering och framgångsrik förvärvsstrategi
Läs mer om Stillfront Group på *sida 3*

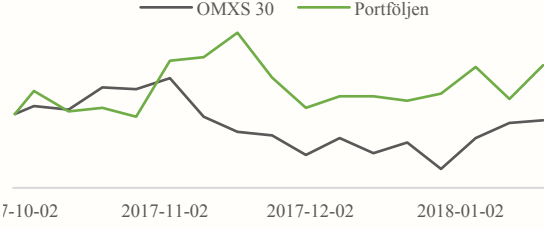
VENUE RETAIL GROUP

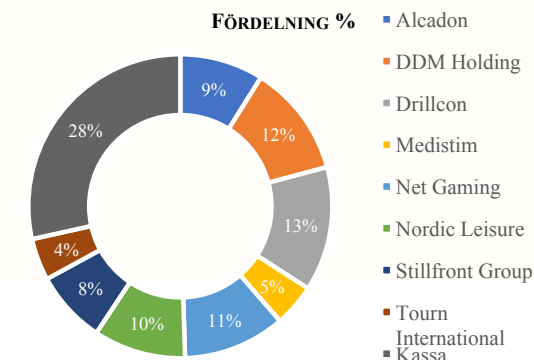
Strategiskifte mot e-handel
Läs mer om Venue Retail Group på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Stillfront blev årets första köp till portföljen”
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,34 %, OMXS30 -0,44 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-16,1 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	1,3 %	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-13,4 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-2,6 %	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	22,96 kr	30,0 %	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	12,6 %	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	7,1 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,84 kr	1,1 %	



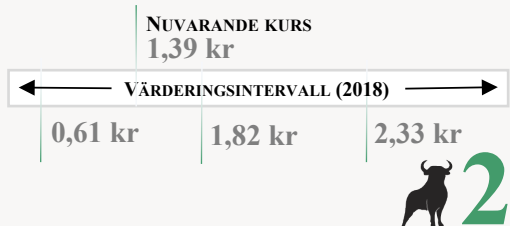
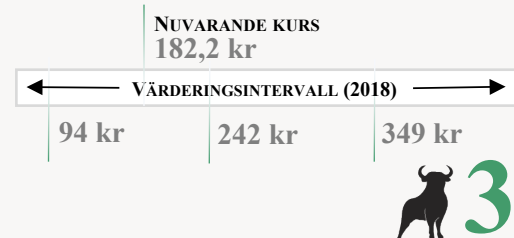
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

STILLFRONT GROUP

Stillfront har efter förvärvet av Goodgame tre större spellanseringar inom kommande två kvartal. Tillsammans med intäktssynergier från Goodgames marknadsföringskompetens och 340 miljoner registrerade användare estimeras omsättning växa 38 % organiskt 2018E. Bolaget handlas 2018E till EV/EBIT 16x. En targetmultipel på 21x ger en motiverad uppsida om 33 %.

VENUE RETAIL GROUP

Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas, vilket estimeras leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning och ett mer effektivt butiksutbud motverka inkomsttapp från butiks-avvecklingar. I ett base scenario estimeras en potentiell uppsida om 35,9 %.



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/

STILLFRONT GROUP

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



Stillfront har efter förvärvet av Goodgame tre större spellanseringar inom kommande två kvartal. Tillsammans med intäktssynergier från Goodgames marknadsföringskompetens och 340 miljoner registrerade användare estimeras omsättning växa 38 % organiskt 2018E. Bolaget handlas 2018E till EV/EBIT 16,3x. En targetmultipl på 21x ger en motiverad uppsida om 33 %.

Stillfront Group ("Stillfront" eller "Bolaget") är en svensk spelutvecklare bestående av nio spelstudios. Bolaget fokuserar mobilspel och webbläsarspel (46 % respektive 53 % av omsättningen). Intäktsmodellen är primärt microtransactions, vilket innebär att spelen kan generera intäkter under flera års tid.

Förvärvet av Goodgame ger intäktssynergier. Under december 2017 förvärvade Stillfront den tyska spelutvecklaren Goodgame Studios. För att finansiera förvärvet emitterades 260 % nya aktier och börsvärdet ökade från knappt 900 MSEK till drygt 4,2 mdSEK. Goodgames främsta styrka ligger i kostnadseffektiv marknadsföring. Totalt sett har Goodgame över 340 miljoner registrerade användare och 16 tusen partnersidor, vilket ger ett starkt basunderlag för marknadsföring av nya spel. Tillgången till Goodgames marknadsföringskanaler och registrerade användare gör att Stillfronts befintliga spel kan nå fler potentiella spelare.

38 % estimerad organisk omsättningstillväxt 2018E. Under Q4 2017 lanserade Goodgame ett mobilspel inom sin befintliga IP, *intellectual property*, Big Farm. Lanseringen bedöms av Goodgame själva som deras mest lyckade någonsin. Vidare planerar Goodgame att under Q1 och Q2 2018 lansera uppföljare, för mobil och webb, inom sin största IP Empire. Dessa förväntas ligga till grund för en organisk tillväxt om 38 % 2018E.

Spelportfölj med återkommande intäkter samtidigt som koncentration utgör risk. 97 % av Bolagets omsättning är från free-to-play-spel med microtransactions. Med denna intäktssmodell kan Bolaget generera intäkter från spelen under flera år. Detta styrks av att 51 % av Bolagets omsättning Q3 2017 var från spel lanserade 2014 eller tidigare. Detta ger en stabil intäktsström och lanseringen av nya spel gör att Bolaget kan se fortsatt organisk tillväxt framgent. Bolaget är dock i och med förvärvet av Goodgame mer beroende av enskilda spel då de tre största spelen i Q3 utgör 84 % av omsättningen.

Mobilspel estimeras växa med 12 % till 2020. Mobilspelsmarknaden (46 % av omsättningen) estimeras växa med CAGR 12 % 2017-2020.¹ Samtidigt estimeras webbläsarspel (53 % av omsättningen) växa med CAGR -5 % 2017-2020.¹ Detta utgör på längre sikt en väsentlig risk för minskade intäkter för både de befintliga och kommande webbläsarspelen. Samtidigt har samtliga av Stillfronts spelstudios med webbläsarspel lanserat spel på mobila plattformar. Detta innebär att infrastruktur och kunskap för att leverera motsvarande spel på en mobil plattform redan finns och att Bolaget kan således parera den förändringen.

I ett base scenario väntas lanseringarna under 2018 att vara lyckade. Stillfronts spelportfölj sen innan förvärvet förväntas kunna dra nytta av synergier i form av Goodgames

NUVARANDE KURS

182,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2018)

94 kr

242 kr

349 kr

marknadsföringskanaler. Sammantaget estimeras Stillfront omsätta 1581 MSEK 2018E där 1218 MSEK består av spel från Goodgame. EBIT justerad för transaktionskostnader estimeras till 297 MSEK varav 236 MSEK är från Goodgame, detta stärks av att Goodgame själva guidar för 25-30 MEUR EBIT 2018E.

Base scenario, MSEK	2017E Pro Forma	2018E	2019E
Nettomsättning	1086	1499	1750
EBIT	242	305	374
Nettomsättningstillväxt	-	38 %	17 %
EBIT-marginal	22 %	20 %	21 %
EV/EBIT	20,1x	16,3x	13,4x

Stillfront handlas idag till EV/EBIT 16,3x 2018E justerat för transaktionskostnader. Nedanstående peer-grupp värderas till ett snitt om 27,9 2017E.² Innan förvärvet handlades Stillfront till en EV/EBIT om cirka 24x på dåvarande estimat för 2017. Utifrån den mer koncentrerade spelportföljen och stora andelen webbläsarspel bedöms EV/EBIT 21x som en rimlig multipl. Applicerat på 2018E motsvarar det ett motiverat värde på 12 månaders sikt om 242 SEK och en uppsida om 33 %.

Peers ²	EV, MSEK	EV/EBIT 17E	EV/EBIT 18E
THQ	7042	34,7x	21,7x
Paradox	11139	30,7x	23,8x
Rovio	6637	21,0x	14,1x
G5 Entertainment	2923	25,3x	18,1x
Snitt	6935	27,9x	19,4x
Stillfront	4833	21,5x	16,3x

I ett bear scenario kommer pågående och kommande lanseringar prestera sämre hänfört till den generellt hårda konkurrensen samt ovissheten om hur nya spel presterar. Vidare förväntas även den befintliga spelportföljen tappa spelare snabbare, drivet av den stora exponeringen mot webbläsarspel. Sammantaget estimeras 2018E nå en omsättning om 1268 MSEK och EBIT om 163 MSEK. Till följd av webbläsarexponeringen bedöms EV/EBIT 17X som en rimlig multipl vilket på 12 månaders sikt motsvarar ett motiverat värde om 94 SEK och en nedsida om 48 %.

I ett bull sceanrio förväntas förvärvet av Goodgame ge omfattande synergier i form av högre omsättning för Stillfronts tidigare spelportfölj. Pågående och kommande lanseringar går bättre än väntat drivet av den starka tillväxten på mobilspelsmarknaden. Sammantaget estimeras 2018E nå en omsättning om 1544 MSEK och EBIT om 379 MSEK. Utifrån en EV/EBIT om 23x ger det på 12 månaders sikt ett motiverat värde om 349 SEK och en uppsida om 91 %.

VENUE RETAIL GROUP AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

ÖVERSIKT

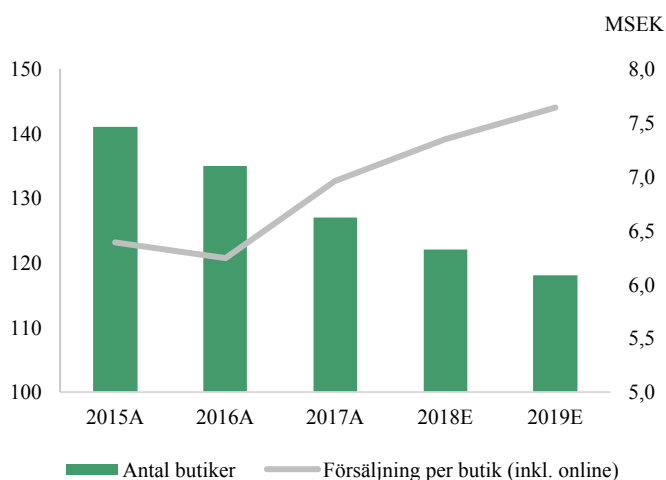


Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas, vilket estimeras leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning och ett mer effektivt butiksutbud motverka inkomsttapp från butiksavvecklingar. I ett base scenario estimeras en potentiell uppsida om 35,9 %.

Venue Retail Group AB ("VRG" eller "Bolaget") är en koncern som säljer skor och accessoarer, under sina fyra varumärken: Accent, Morris, Rizzo och NK Skor & accessoarer. Försäljning sker i Sverige och Norge, i både egna butiker och över internet.

Fortsatt omstrukturering förväntas leda till förbättrad EBITDA-marginal om 5,9 % 18/19E. Under 15/16A tog bolagets ledning beslutet att stänga 35 butiker, de valda butikerna har varit olönsamma och placerade på platser där Bolaget haft dubbel- och trippletablering. Hittills har 21 av dessa avvecklats, vilket lett till att VRG under 16/17A gjort vinst för första gången sedan 12/13A. Bolaget förväntas framgent kunna fortsätta avveckla butiker i en liknande takt, vilket uppskattas leda till att bolagets rörelsekostnader minskar från 50,0 % av omsättningen 16/17A till 47,1 % 18/19E. EBITDA-marginalen förväntas i ett base scenario uppgå till 4,4 % under 17/18E och 5,6 % under 18/19E.

Ökad online-försäljning och ett bättre placerat butiksutbud väntas motverka inkomsttapp från butiksavveckling. VRG lyckades trots minskad butiksmängd om -5,2 %, öka omsättningen med 4,8 % under 16/17A. Enligt VD Jonas Ottosson beror detta på att kunderbjudandet förbättrats, att Bolaget fokuserar mer på högtrafikerade platser och att online-försäljningen, drivet av investeringar i VRG:s e-handelsplattform, växer. Bolaget öppnade under samma period 3 nya butiker, vilka varit mer lönsamma och bättre allokerade än de som stängdes. I base scenariot väntas investeringarna i verksamhetens e-handelsplattform och fortsatta etableringar av färre men bättre placerade butiker, leda till att Bolaget växer omsättningen med 1,5 % 17/18E och 0,6 % 18/19E.



1. Källa: Bloomberg

2. Valutajusterad för EUR/SEK 9,83.

NUVARANDE KURS

1,37 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

0,61 kr

1,82 kr

2,33 kr

Bolaget värderas i ett base scenario till EV/EBITDA om 4,8x på 18/19E, vilket ger en potentiell uppsida om 35,9 %. I ett base scenario estimeras VRG under 17/18E och 18/19E växa omsättningen med 1,5 % respektive 0,6 %. EBITDA-marginalen förväntas uppgå till 4,4 % och 5,6 % under motsvarande perioder. EBITDA förväntas under 18/19E uppgå till 50,0 MSEK, vilket motsvarar en EV/EBITDA om 4,8x. Justerat för vald målmultipel om EV/EBITDA 6,2x och bolagets nettoskuld om 38,8 MSEK, ges en potentiell uppsida om 35,9 %.

I ett bull scenario värderas VRG till EV/EBITDA om 3,9x på 18/19E, vilket ger en potentiell uppsida om 69,7 %. I ett bull scenario estimeras VRG:s tillväxt uppgå till 3,6 % 17/18E och 1,6 % 18/19E, drivet av tillväxt i online-försäljning och högre omsättning per butik. EBITDA-marginalen estimeras öka i en snabbare takt, till 5,2 % 17/18E och 6,6 % 18/19E, som effekt av att omstruktureringen lyckas bättre. EBITDA under 18/19E väntas bli 60,9 MSEK, vilket ger ett EV/EBITDA om 4,0x. Justerat för målmultipeln om 6,2x och bolagets nettoskuld, indikeras en potentiell uppsida om 69,7 %.

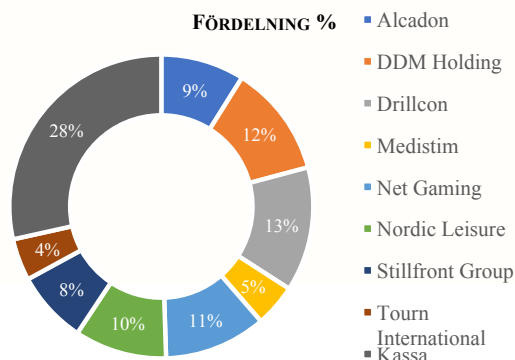
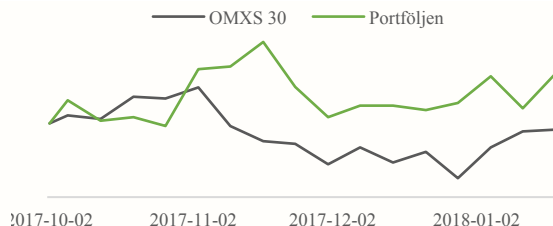
I ett bear scenario värderas VRG till EV/EBITDA om 11,5x på 18/19E, vilket ger en potentiell nedsida om 55,4 %. I ett bear scenario estimeras VRG misslyckas öka omsättningen per butik och online-försäljningen har svårt att ta fart, vilket leder till en negativ tillväxt om -1,2 % och -1,3 % under 17/18E respektive 18/19E. I scenariot lyckas inte heller omstruktureringarna minska kostnaderna i samma takt. EBITDA-marginalen förväntas uppgå till 2,4 % under både 17/18E och 18/19E. EBITDA uppgår under 18/19E till 20,7 MSEK, vilket ger en EV/EBITDA om 11,5x. Justerat för målmultipeln om 6,2x och bolagets nettoskuld, ges en potentiell nedsida om 55,4 %.

Liknande bolag ger en målmultipel om EV/EBITDA 6,2x. Målmultipeln är baserad på bolag vars verksamheter liknar VRG:s. Snittet för gruppens estimerade EV/EBITDA under 19E beräknas uppgå till 7,4x, men på grund av att bolagen i gruppen är större och VRG:s finansiella risk motiveras att VRG ska handlas till en lägre multipel, därför ges en rabatt om 20 % mot gruppen, vilket innebär en målmultipel om 6,2x.

EBITDA (MSEK)	18E		Peers 19E ¹ EV/EBITDA BV (MSEK)	
	18E	19E		
Base	39,1	50,0	New Wave	8,3x 3 668,8
Bull	47,7	60,9	Marimekko	9,7x 958,2 ²
Bear	20,9	20,7	Kappahl	4,8x 2 788,6
			MQ	6,9x 980,9
			Snitt	7,4x 2 099,1
			VRG (Base)	4,9x 198,7

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,34 %, OMXS30 -0,44 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-16,1 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	1,3 %	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-13,4 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-2,6 %	
Nordic Leisure	3	2017-10-05	22,96 kr	30,0 %	
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	12,6 %	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	7,1 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,84 kr	1,1 %	



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÄTT

Andelen kassa i portföljen är fortsatt på höga nivåer, eftersom vi har en tro att fler intressanta köplägen kan dyka upp i nuvarande sentiment. För 2018 värderas OMXS30 till P/E 16,3, 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.

I veckan valde vi att köpa in Stillfront Group, som fallit något den sista tiden sen den positiva nyheten om förvärvet i början av december. 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.

I fredags kom nyheten att Alcadons Störägare Athanase, med styrelseledamoten Stefan Charette i spetsen, har köpt aktier i Alcadon för 2,3 MSEK till ett pris om 37,88 kronor. Vi är fortsatt positiva till Alcadon inför 2018.

OMXS 30 har sedan portföljen startades sjunkit med 0,44 % samtidigt som portföljen stigit med 3,34 % under samma period.

STILLFRONT GROUP

Stillfront har efter förvärvet av Goodgame tre större spellanseringar inom kommande två kvartal. Tillsammans med intäkts synergier från Goodgames marknadsföringskompetens och 340 miljoner registrerade användare estimeras omsättning växa 38 % organiskt 2018E. Bolaget handlas 2018E till EV/EBIT 16x. En targetmultipl på 21x ger en motiverad uppsida om 33 %.

VENUE RETAIL GROUP

Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas, vilket estimeras leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning och ett mer effektivt butiksutbud motverka inkomststapp från butiksavvecklingar. I ett base scenario estimeras en potentiell uppsida om 35,9 %.

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 ett base scenario värderas Bolaget till EV/EBITDA 13,4 på 2018E, vilket motsvarar en uppsida om 20 %.

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, Medistim och Stillfront Group.

Jakob Lembke äger aktier i: DDM Holding, Stillfront Group

Klas Danielsson äger aktier i: Medistim

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.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE