Analyst Group

PORTFÖLJEN

Nr 14, Januari 2018, v. 5

Veckans upplaga

Serstech AB

Ny säljstrategi kan resultera i ökad försäljningsvolym
Läs mer om Serstech AB på *sida 3*

Orexo AB

Exponering mot strukturell tillväxt till attraktiv värdering
Läs mer om Orexo AB på *sida 4*

Förvaltarkommentar

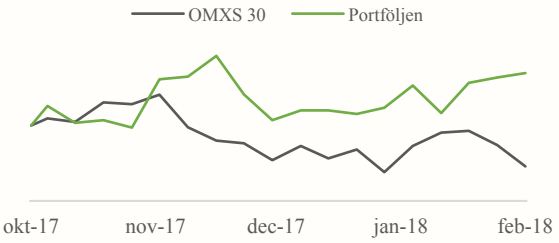
”I veckan köptes Aspire Global”
Läs mer på *sida 5*

Ag

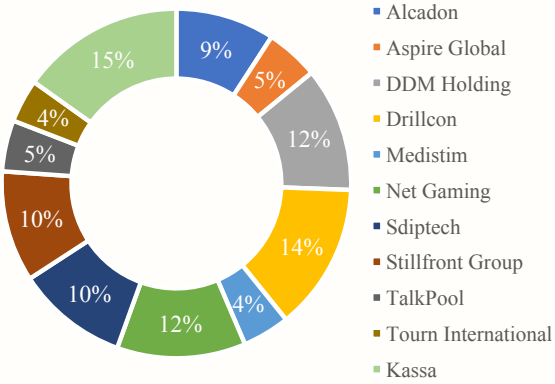
Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-13,9 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-2,4 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-5,2 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	0,2 %
TalkPool	3	2018-01-16	44,71 kr	-6,1 %
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	5,3 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	3,9 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-6,6 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	1,5 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 1,9 %

Portföljens Utveckling: 4,16 %, OMXS30 -3,24 %



Fördelning %



I veckans utgåva av portföljen:

Serstech AB

Serstech står inför ett strategiskifte vilket kan möjliggöra ökade försäljningsvolymer. I samband med emissionen 2017-12-07 presenterades en ny säljstrategi. Denna strategi innebär att Serstech ska börja sälja via distributörer istället för via egen säljorganisation. Vidare har Bolaget de senaste månaderna fått in ordervärden om cirka 2 MSEK från bl.a. FN, som i framtiden kan skalas upp till större volymer. I ett Base scenario värderas Serstech till EV/EBITDA 11,5x på 2019E.

Orexo AB

Läkemedelsbolaget Orexo AB:s främsta produkt Zubsolv går in i 2018 med de starkaste prissubventionerna i läkemedlets historia, vilket väntas öka Zubsolvs marknadsandel. En patenttvist hotar Zubsolvs långsiktiga patentskydd, där en förlust väntas medföra hårdare konkurrens, vilket utgör en stor risk. I ett Base scenario där ett positivt och negativt utfall i tvisten vägs jämnt, ges en potentiell uppsida om 33,3 %.

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/

SERSTECH AB

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW

ÖVERSIKT

1

Serstech står inför ett strategiskifte vilket kan möjliggöra ökade försäljningsvolymer. I samband med emissionen 2017-12-07 presenterades en ny säljstrategi. Denna strategi innebär att Serstech ska börja sälja via distributörer istället för via egen säljorganisation. Vidare har Bolaget de senaste månaderna fått in ordervärden om cirka 2 MSEK från bl.a. FN, som i framtiden kan skalas upp till större volymer. I ett Base scenario värderas Serstech till EV/EBITDA 11,5x på 2019E.

Serstech AB (”Serstech" eller "Bolaget") utvecklar instrument och systemlösningar för kemisk detektion baserat på Ramanspektroskopi. Bolaget säljer ett handhållet Ramansinstrument (används för att identifiera kemikalier) och en molntjänst, ChemDash, där information från instrumentet kan lagras och analyseras. Ramaninstrumenetet erbjuds dels som en färdig enhet och dels som en modul för inbyggnad i större system. Produkterna riktar sig primärt till offentliga myndigheter, sjukhus och industri.

Marknaden för Ramanspektrometri väntas växa med CAGR 9,5 % fram till 2020. Serstech addresserar marknaden för Ramanspektrometri, en marknad som uppgår till ett värde om 1,2 mdUSD (2014), vilken förväntas växa med CAGR 9,5 % fram till 2020.[1] Tillväxten drivs av ett osäkrare säkerhetspolitiskt läge, ökat behov av spårbarhet inom industrin och efterfrågan på snabbare samt effektivare laborationsanalyser. Konkurrensen kännetecknas av flertalet större aktörer, däribland Smiths Detection, Thermo Fisher Scientific, FLIR Systems, och flertalet mindre aktörer. Det som gör Serstech unikt är deras egenutvecklad molntjänst och att priset på Ramaninstrumentet är lägre än konkurrenternas.

I samband med företrädesemission implementeras ny säljstrategi. 2017-12-07 meddelade Bolaget att de avser genomföra en företrädesemission om cirka 25 MSEK. Emissionslikviden ska delvis användas för att betala av kortfristiga skulder och för att täcka deras rörelsekapitalbehov under 2018. Det primära syftet med emissionen är att implementera en ny säljstrategi. Historiskt har Serstech framförallt bearbetat kunder genom egen säljorganisation, Bolaget ska nu fokusera på att sälja deras produkter genom distributörer och då främst systemintegratörer. Enligt Serstech så är fördelen med denna strategi att Bolaget kan nå fler marknader och lokal närvaro genom distributörerna. För att nå dessa distributörer ska Bolaget rekrytera mer personal inom sälj och koncentrera marknadsföring mot distributörer. Serstech har kommunicerat att de har fått in flertalet förfrågningar från potentiella distributörer. 2018-01-08 tillträdde Stefan Sandor som ny VD, Sandor har tidigare erfarenhet inom marknadsföring och försäljning på Axis Communications, vilket talar för att Bolaget kan lyckas med att exekvera deras nya säljstrategi.

Referensordrar från FN och polismyndigheter. De senaste månaderna har Serstech fått in flertalet mindre ordervärden som har ett viktig signalvärde. Bolaget har bl.a. fått in beställningar från FN, Polismyndigheten, Nationellt Forensiskt Centrum och från lokala polismyndigheter i Indien. Många av dessa beställningar görs i syfte att utvärdera Serstechs produkter och kan således medföra betydligt större ordervärden i framtiden.

I ett Base scenario värderas Serstech till EV/EBITDA 11,5x på 2019E. På 2017E prognostiseras nettoomsättningen i ett Base scenario till 17,4 MSEK, motsvarande en negativ tillväxt om 0,5 %. På 2018E väntas Serstech omsätta 38 MSEK, motsvarande en tillväxt om 118,3 %. Omsättningen för 2018 bygger på att Bolaget fått in ordervärden från Polismyndigheten, Nationellt Forensiskt Centrum, FN och ett företag inom läkemedelsindustrin, summerar till ca 2 MSEK. Vidare fick Bolaget 2016-06-03 en order om 67 MSEK från myndigheter i Sydostasien, varav cirka halva ordervärdet återstår att levereras under 2018. På 2019 års prognos väntas Serstech omsätta 55 MSEK. Denna omsättningen förutsätter att Bolaget lyckas exekveras deras säljstrategi. Serstech har en bruttomarginal som överstiger 60 % under prognosperioden och kostnaderna på rörelsenivå förväntas inte öka i linje med omsättningen. Till följd väntas Bolaget nå en EBITDA-marginal om 16,2 % på 2019E. Givet dessa antaganden värderas Serstech till EV/EBITDA 11,5x på 2019E.

tSEK	2016	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning	17 496	17 410	38 000	55 000
Tillväxt (Y/Y)	547,8%	-0,5%	118,3%	44,7%
EBITDA-% (adj.)	-55,6%	-18,6%	5,2%	16,2%
EV/EBITDA	neg.	neg.	51,3x	11,5x

I ett Bear scenario lyckas Bolaget inte med deras nya säljstrategi, vilket gör att de inte får in några nya ordervärden. Vidare förväntas leveransen av ordern om 67 MSEK dröja ytterligare ett år. I detta scenario väntas Bolaget inte bli lönsamma under prognosperioden.

I ett Bull scenario når Serstech en omsättning på 70 MSEK på 2019 års prognos. Detta resulterar i en värdering om EV/EBITDA 5,7x och en EBITDA-marginal om 25,6 % på 2019E.

Targetmultipel om 12,6x resulterar i en indiktativ uppsida om 10 % i ett Base scenario. Värderingen baseras på en peer-grupp bestående av Thermo Fisher, Flir Systems, Honeywell International och Shimadzu. Dessa bolag är globala aktörer med verksamhet inom bl.a. Ramanspektrometri och är betydligt större än Serstech sett till enterprise value. Peer-gruppen handlas till ett EV/EBITDA-medelvärde om 18,1x. För att ta hänsyn till storleksdifferensen mellan peer-grupp och Serstech, har EV/EBITDA-medelvärdet storleksjusterat med ett riskpremietillägg om 2,4 %, baserat på PWC:s riskpremiestudie.[2] Denna justering resulterar i en target-multipel om EV/EBITDA 12,6x. I ett Bull scenario motsvarar detta en uppsida om 121 % och i ett Bear scenario en nedsida om 37 %.

[1] *MarketsandMarkets, Security Screening Market by Product and by Geography – Analysis and Forecast*

[2] *PWC, Riskpremien på den svenska aktiemarknaden, 2017*

OREXO AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

ÖVERSIKT

2

Läkemedelsbolaget Orexo AB:s främsta produkt Zubsolv går in i 2018 med de starkaste prissubventionerna i läkemedlets historia, vilket väntas öka Zubsolvs marknadsandel. En patenttvist hotar Zubsolvs långsiktiga patentskydd, där en förlust väntas medföra hårdare konkurrens, vilket utgör en stor risk. I ett Base scenario där ett positivt och negativt utfall i tvisten vägs jämnt, ges en potentiell uppsida om 33,3 %.

NUVARANDE KURS
39,6 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

31,0 kr | 52,8 kr | 79,4 kr

Orexo AB (”Orexo” eller ”Bolaget”) är ett specialistläkemedelsbolag som utvecklar och kommersialiserar läkemedelslösningar. Bolaget fokuserar på att utveckla nya ”drug delivery-lösningar” för kända substanser. 76,6 % av Bolagets omsättning kom 2017A från läkemedlet Zubsolv, som används vid avvänjning av opioidberoende.

Opioidkris i USA bäddar för en stark marknad framgent, där behandlingskapaciteten väntas öka. Under 2016 dog 116 personer om dagen genom överdosering av opioider i USA.[1] Vidare uppskattas cirka 10 miljoner människor i USA lida av opioidberoende, medan bara en av tio beräknas få behandling för beroendet.[2,3] Som svar på detta växte marknaden för behandling av opioidberoende under 2017A med ca 10,7 %. Tillväxten drevs främst av betalarsegmentet *Public*, där stat och delstat subventionerar vård för invånare som inte kan betala för privata sjukförsäkringar, i segmentet uppgick tillväxten under 2017A till 20,8 %. Den amerikanska regeringen tog 2016 ett beslut om att utöka patienttaket från 100 till 275 patienter per läkare, med kravet att läkaren måste licensieras. Den ökade kapaciteten i behandlingskåren, samt ökade priser förväntas framgent leda till att marknaden för behandling av opioidberoende fortsätter växa, men i en något lägre takt än tidigare om 9,0 % CAGR till 2021E.

Förbättrade prissubventioner väntas stärka Bolagets tillväxt och leda till en högre marknadsandel om 6,7 % 2019E. Från och med 2018 utökas Zubsolvs prissubventioner där 43 % av patienterna inom *Public* och 96 % av patienterna inom *Private* numera täcks, detta från nivåer om 28 % respektive 79 % under 2017A. Orexos ledning menar att prissubventioner är den viktigaste drivkraften bakom tillväxt och ökade marknadsandelar i USA. Genom ökningarna av prissubventionen förväntas Orexo kunna ta en större del av marknadstillväxten framgent, vilket i ett Base scenario väntas leda till att Bolagets marknadsandel ökar till 6,2 % 2018E och 6,7 % 2019E från 2017A:s nivå om cirka 5,1 %. Omsättningstillväxten väntas uppgå till 24 % 2018E och 4 % 2019E. Den lägre tillväxten under 2019E förklaras främst av en delmålsbetalning om 42 MSEK som förväntas under H1 2018E, i samband med lanseringen av Zubsolv i Europa.

Ökade volymer och förbättrad kostnadskontroll estimeras förbättra bruttomarginalen. Under 2017A blev Zubsolv godkänt för försäljning i Europa. Försäljningen kommer ske i samarbete med Mundipharma där Orexo kommer att få royalties i låga tvåsiffriga tal. Intjäningen från royalties väntas inte påverka omsättningen anmärkningsvärt, men volymökningen i produktionen i kombination med ökad kostnadskontroll förväntas leda till en ökad bruttomarginal om 78,3 % 2018E och 80,6 % 2019E. Den långsiktiga EBITDA-marginalen antas vara 27,7 % i takt med att Bolagets F&U-kostnader minska.

Patenttvist mot Actavis riskerar att minska marknadsandelen från september 2019. Orexo har sedan 2014 bedrivit en rättstvist mot Actavis gällande intrång på Bolagets patent på Zubsolv som gäller till 2019 respektive 2032. I första instansen under 2016 upprätthölls Orexos patent till 2019, men det som gällde till 2032 ogiltigförklarades. Orexo har överklagat domen till nästa instans där domslut väntas senast juli 2018. Orexo har ytterligare två patent vilka löper ut september 2019, men i fallet att Bolaget förlorar tvisten förväntas Zubsolvs marknadsandel minska. Ett antagande görs i ett sådant scenario om att bolagets marknadsandel halveras från slutet av 2019E till 2021E.

Värdering utgår i Base scenario från en jämlik vägning av positivt och negativt utfall i patenttvisten. I Base scenariot görs ett antagande om att resultatet av tvisten har 50 % sannolikhet åt vardera utfall. Värderingsmetoden är en DCF, där diskonteringsräntan bestämts till 10,35 %, inget evighetsvärde har beräknats efter Zubsolvs omtvistade patent går ut 2032. I ett scenario där Orexo förlorar patenttvisten antas Zubsolvs marknadsandel i USA halveras mellan slutet av 2019E och 2021E, varpå marknadsandelen successivt minskar till 2,1 % till 2032E. I ett scenario där Bolaget behåller sitt patent, väntas istället marknadsandelen stabiliseras vid 7,3 % 2021E. I DCF-värderingen ges ett indikativt värde per aktie om 37,0 SEK och 68,6 SEK i fallet av förlust respektive vinst i tvisten. Vid en vägning där varje utfall viktas 50 % ges ett uppskattat värde per aktie om 52,8 SEK, vilket motsvarar en potentiell uppsida om 33,3 %.

Indikaterat värde per aktie	Viktning	Vägt värde per aktie	Uppsida
68,6 SEK	50%	52,8 SEK	33,3 %
37,0 SEK	50%		

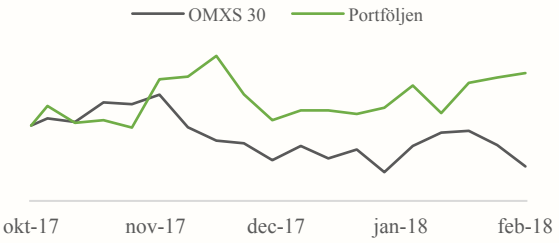
I Bear och Bull scenarion ges estimerade värden per aktie om 31,0 SEK respektive 79,4 SEK. I ett Bear scenario förväntas Orexo förlora tvisten och bolagets marknadsandel estimeras halvera mellan 2019E och 2021E, var på den successivt väntas minska till 2,1 % 2032E. Bruttomarginalen förväntas initialt öka något till 76,8 % 2019E, för att sedan stabiliseras på 74,8 % 2021E. En DCF-värdering visar i ett Bear scenario ett indikativt värde per aktie om 31,0 SEK, vilket motsvarar en potentiell nedsida om 21,7 %. I ett Bull scenario förväntas istället Bolaget kunna ta en större marknadsandel som stabiliseras på 8,0 % 2021E. Volymökningarna och bättre kostnadskontroll förväntas leda till att bruttomarginalen stabiliseras på 82,7 % 2021E. En DCF-värdering visar i ett Bull scenario ett indikativt värde per aktie om 79,4 SEK, vilket motsvarar en potentiell uppsida om 100,1 %.

1. HHS, 2017: https://www.hhs.gov/opioids/about-the-epidemic/
2. SAMHSA, 2017: https://www.samhsa.gov/data/sites/default/files/NSDUH-FFR1-2016/NSDUH-FFR1-2016.pdf
3. Surgeon General: https://addiction.surgeongeneral.gov/executive-summary.pdf

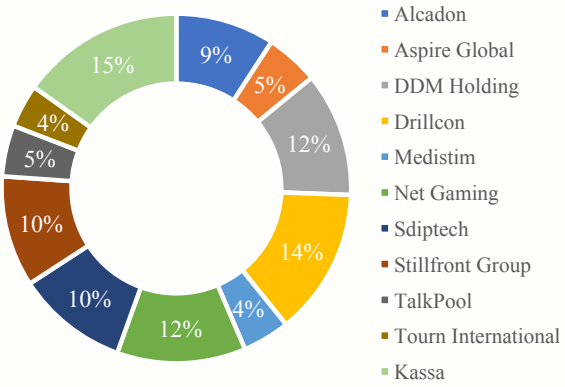
Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-13,9 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-2,4 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-5,2 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	0,2 %
TalkPool	3	2018-01-16	44,71 kr	-6,1 %
Tourn International	3	2017-10-01	15,90 kr	5,3 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	3,9 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-6,6 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	1,5 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 1,9 %

Portföljens Utveckling: 4,16 %, OMXS30 -3,24 %



Fördelning %



Förvaltningskommentar

Veckan som gått

I veckan som gått köptes Aspire Gloabal in till portföljen och vår position i Stillfront ökades. För 2018 värderas OMXS30 till P/E 14,2, 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.

2018-01-28 släppte Analyst Group en analys på Aspire Global. Trots en förväntan om fallande EBITDA-marginaler, till följd av ökad satsning på bolagets B2B-segment, finns potential i en uppvärdering. Bolagets lansering av en Sportsbook, som väntas tillhandahållas på hela plattformen fr.o.m Q2-18, samt bätte KPI:s än sektor-peers och en attraktiv värderingspotential, gör att Analyst Group allokerar 5% av portföljen till Aspire Global.

2018-02-02 släppte Talkpool ett pressmeddelanden om att Talkpool och Joors bildar ett konsortium. Detta konsortium implicerar ett samarbetsavtal med fokus på blockkedjeplattform. Denna plattform syftar till att tillhandahålla ett transparent och säkert sätt att distribuera t.ex. annonser, sponsrade appar och innehåll till mobila användare. Talkpool kommer att agera som teknisk rådgivare och bidra med marknadsnärvaro på alla Talkpools marknader. Det är svårt att bedöma vad det här kommer innebära rent finansiellt för Talkpool.

Serstech AB

Serstech står inför ett strategiskifte vilket kan möjliggöra ökade försäljningsvolymer. I samband med emissionen 2017-12-07 presenterades en ny säljstrategi. Denna strategi innebär att Serstech ska börja sälja via distributörer istället för via egen säljorganisation. Vidare har Bolaget de senaste månaderna fått in ordervärden om cirka 2 MSEK från bl.a. FN, som i framtiden kan skalas upp till större volymer. I ett Base scenario värderas Serstech till EV/EBITDA 11,5x på 2019E.

Orexo AB

Läkemedelsbolaget Orexo AB:s främsta produkt Zubsolv går in i 2018 med de starkaste prissubventionerna i läkemedlets historia, vilket väntas öka Zubsolvs marknadsandel. En patenttvist hotar Zubsolvs långsiktiga patentskydd, där en förlust väntas medföra hårdare konkurrens, vilket utgör en stor risk. I ett Base scenario där ett positivt och negativt utfall i tvisten vägs jämnt, ges en potentiell uppsida om 33,3 %.

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.

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 FORORDNING (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, Stillfront Group och Aspire Global.

Staffan Bülow äger aktier i: Alcadon Group, DDM Holding, Drillcon, Net Gaming Europe, TalkPool och Stillfront Group.

Klas Danielsson äger aktier i: Medistim och TalkPool.

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