Analyst Group

PORTFÖLJEN

Nr 15, Februari 2018, v. 6

VECKANS UPPLAGA

EWORK GROUP AB

Hög organisk tillväxt men begränsad uppsida

Läs mer om Ework Group AB på *sida 3*

GLOBAL GAMING 555 AB

2018E estimeras Bolaget växa med 83 %

Läs mer om Global Gaming på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Turbulent börsvecka skapade köplägen”

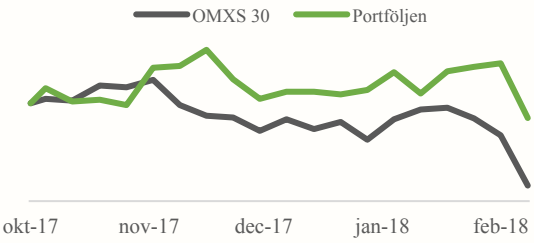
Läs mer på *sida 5*

Ag

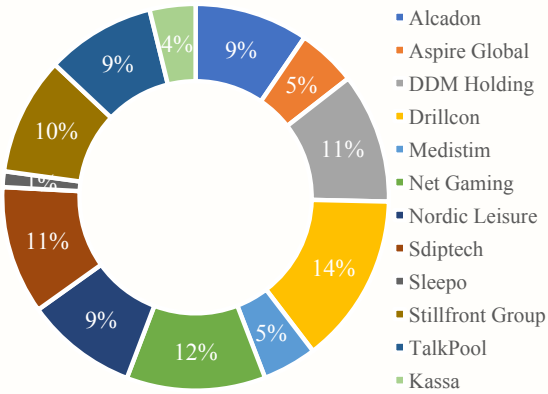
Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-14,6 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-12,7 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-12,5 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-1,6 %
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-11,4 %
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	-6,3 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	2,5 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-15,2 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-0,5 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 6,5 %
Sleepo	3	2018-01-28	7,10 kr	0,7 %

Portföljens Utveckling: -1,48 %, OMXS30 -8,40 %



Fördelning %



I veckans utgåva av portföljen:

Ework Group AB

Ework Group AB har historiskt uppvisat en hög organisk tillväxt, däremot har inte EBIT vuxit i samma takt på grund av fallande bruttomarginal. Under 2017A har dock bruttomarginalen stabiliserats, vilket innebär möjligheter för Bolaget att kapitalisera på fortsatt hög omsättningstillväxt. En hög värdering, relativt två olika peergrupper begränsar dock kurspotentialen. I ett Base scenario ses en potentiell nedsida om -20,6 %.

Global Gaming 555 AB

Global Gaming har de senaste kvartalen vuxit kraftigt, trots relativt sett låga marknadsföringskostnader. Detta kan hänföras till Bolagets lansering av Ninja Casino som tillåter spel utan konto och snabba uttag. 2018E estimeras Bolaget växa med 83 %. Givet EV/EBITDA 9x, motiveras en indikativ uppsida om 27 %. En betydande risk är att exponeringen beräknas till minst 75 % och kommande reglering väntas pressa lönsamheten.

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/

EWORK GROUP AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

ÖVERSIKT

2

Ework Group AB har historiskt uppvisat en hög organisk tillväxt, däremot har inte EBIT vuxit i samma takt på grund av fallande bruttomarginal. Under 2017A har dock bruttomarginalen stabiliserats, vilket innebär möjligheter för Bolaget att kapitalisera på fortsatt hög omsättningstillväxt. En hög värdering, relativt två olika peergrupper begränsar dock kurspotentialen. I ett Base scenario ses en potentiell nedsida om -20,6 %.

NUVARANDE KURS
101,0 kr

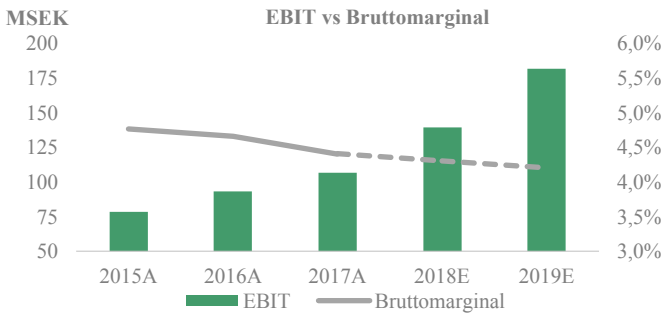
VÄRDERINGSINTERVALL

49,1 kr | 80,2 kr | 98,2 kr

Ework Group AB (”Ework” eller ”Bolaget”) är en mäklare av IT-, teknik-, telekom- och verksamhets-konsulttjänster. Bolaget driver främst verksamhet i Sverige, men har även verksamhet i övriga Norden och Polen.

Investeringar i matchningsplattform och större försäljningskår gör Bolaget välpositionerat för att uppnå tillväxtmål om 20 %. Under 17A investerade Ework i utveckling av sitt matchningssystem där Bolaget kopplar ihop kunder med konsulter, för att förbättra sitt kunderbjudande. Bolaget har även skalat upp sin personalstyrka och renodlat verksamheten för att kunna fortsätta attrahera konsulter, vilket uppges tynga försäljninstillväxten något. Vidare ökade Bolagets orderingång om 22 % till 2018, vilket skapar ytterligare förutsättningar för att Eworks tillväxt framgent fortsatt ska vara hög. Bolaget bedöms med dessa satsningar vara välpositionerat för att uppnå sitt tillväxtmål om CAGR 20 % till 2020. Omsättningstillväxten väntas uppgå till 21,6 % 18E och 20,5 % 19E.

Mindre andel av omsättningstillväxten från större avtal väntas stabilisera bruttomarginalen. Samtidigt som Eworks omsättning vuxit om CAGR 26,2 % 11A-17A, har inte Bolagets EBIT-tillväxt uppnått likande siffror. Detta har berott på att tillväxten till stor del har kommit från en stor andel större avtal, det vill säga kontrakt där Bolaget till exempel tar över och outsourcar en hel IT-avdelning. Bruttomarginalerna för den här typen av avtal är lägre än motsvarande för mindre enskilda uppdrag, vilket lett till att bruttomarginalen minskat från 9,1 % till 4,4 % 11A- 17A. Under 17A har dock andelen omsättningstillväxt från stora kontrakt minskat, vilket lett till att bruttomarginalen stabiliserats vid 4,3 %. Framgent förväntas andelen av omsättningen utgjord av större kontrakt öka något, bruttomarginalen förväntas därav minska till 4,2 % 18E och på grund av Bolagets skalbarhet i OPEX, förväntas EBIT-marginalen öka från 1,1 % 2017A till 1,3 % 19E.



Två olika peer-grupper indikerar olika målmultiplar, om 11,0x respektive 8,5x EV/EBIT. Vid bestämning av målmultipel för Bolagets EV/EBIT 19E har två peergrupper valts, den ena utgörs av IT-konsulter och den andra av bemanningsbolag. Peergruppen utgjord av bemanningsföretag indikerar en målmultipel om 8,5x, medan peergruppen utgjord av IT-konsulter indikerar en målmultipel om 11,0x EV/EBIT.

Peergrupper 19E[1]	EBIT-tillväxt	EV/EBIT	MKT-cap (MSEK)[2]
Bemanningsbolag	6,3 %	8,5x	41672,2
IT-konsulter	10,1 %	11,0x	6588,0

I ett Base scenario värderas Ework 19E till 10,4x EV/EBIT, vilket indikerar en potentiell ned-/uppsida om -20,6 % respektive 6,1 %. I ett Base scenario förväntas Bolaget uppnå en omsättningstillväxt om 21,6 % 18E och 20,5 % 19E, samtidigt som EBIT-marginalen förväntas öka till 1,2 % respektive 1,3 % under samma år. Detta leder till att Ework värderas till 10,4x EV/EBIT 19E. Justerat för målmultipel 8,5x och Bolagets nettoskuld om 151,5 MSEK, samt antalet aktier, ges ett uppskattat pris per aktie om 80,2 SEK. Ifall Bolaget istället skulle jämföras mot IT-konsulter, ges ett implicit pris per aktie om 107,1 SEK. De uppskattade priserna per aktie motsvarar upp-/nedsida om -20,6 % respektive 6,1 %.

I ett Bull scenario värderas Ework 19E till 8,7x EV/EBIT, vilket indikerar potentiell ned-/uppsida om -2,8 % respektive 29,2 %. I ett Bull scenario väntas istället Bolaget uppnå en högre tillväxt, där omsättningen ökar med 24,8 % 18E och 24,4 % 19E. Tillväxten väntas i scenariot drivas främst av övriga skandinavien där Bolaget tar marknadsandelar. Bruttomarginalen förväntas vara stabil på 4,3 % och EBIT-marginalen väntas uppgå till 1,4 % 18E och 1,5 % 19E. Justerat för målmultipel 8,5x och Bolagets nettoskuld om 151,5 MSEK, ges ett uppskattat pris per aktie om 98,2 SEK. Med en målmultipel baserad på IT-konsulter, ges ett implicit pris per aktie om 130,5 SEK. Värderingarna motsvarar potentiell ned-/uppsida om -2,8 % respektive 29,2 %.

I ett Bear scenario värderas Ework 19E till 16,0x EV/EBIT, vilket indikerar en potentiell nedsida om -51,4 % respektive -34,1 %. I ett Bear scenario väntas Bolaget inte uppnå sitt tillväxtmål, utan omsättningen estimeras öka med 18,5 % 18E och 16,3 % 19E. EBIT-marginalen förväntas minska något till 1,1 % 18E och 1,0 % 19E, främst drivet av sämre avtalsmix, där större kontrakt utgör en större del av omsättningen. Justerat för målmultipel om 8,5x EV/EBIT och nettoskuld, estimeras ett implicit pris per aktie om 49,1 SEK. Med målmultipel om 11,0x ges ett implicit pris per aktie om 66,6 SEK. Värderingarna motsvarar potentiella nedsidor om -51,4 % respektive -34,1 %.

Est. pris per aktie	Base	Bull	Bear
Bemanningsbolag	80,2	98,2	49,1
IT-konsulter	107,1	130,5	66,6

1. Källa: Bloomberg.
2. Målmultiplarna är storleksjusterade enligt Duff & Phelps riskpremiestudie: https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/corporate-finance/riskpremiestudien-2017.pdf.

GLOBAL GAMING 555 AB

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

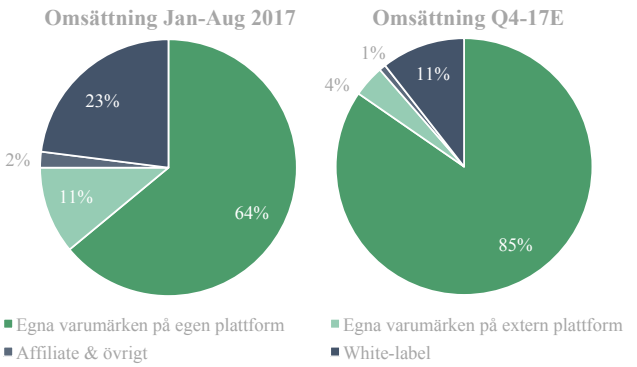
ÖVERSIKT

2

Global Gaming har de senaste kvartalen vuxit kraftigt, trots relativt sett låga marknadsföringskostnader. Detta kan hänföras till Bolagets lansering av Ninja Casino som tillåter spel utan konto och snabba uttag. 2018E estimeras Bolaget växa med 83 %. Givet EV/EBITDA 9x, motiveras en indikativ uppsida om 27 %. En betydande risk är att exponeringen beräknas till minst 75 % och kommande reglering väntas pressa lönsamheten.

Global Gaming 555 AB (”Global Gaming” eller ”Bolaget”) är en svensk operatör av nätcasinon. Bolagets största varumärke är Ninja Casino som marknadsförs både i Sverige och Finland. Casinot kräver ingen registrering utan man använder e-legitimation och kan på så vis erbjuda snabba insättningar och uttag. Utöver marknadsföring av nätcasinon erbjuder Bolaget även en white-label till B2B-kunder på sin egenutvecklade plattform.

Ökat fokus på marknadsföring väntas ligga till grund för fortsatt tillväxt 2018E. Ninja Casino lanserades Q3 2016 och har sedan dess vuxit till att bli Bolagets överlägset största varumärke. Varumärkets framfart har skett med relativt låga investeringar i marknadsföring. Detta indikerar att Bolagets marknadsföringsstrategi är effektiv. Under hösten 2017 utformades en ny marknadsföringskampanj, som fortlöper 2018, med fokus på att få varumärket att fortsätta växa. De ökade investeringarna väntas ligga till grund för fortsatt tillväxt 2018E, vilket styrks av att det genomsnittliga antalet besökare per månad ökade med cirka 80 % Q3-Q4 2017.



Snabba uttag ger bra kundsupplevelse men väntas konkurrensutsättas. Bolagets primära differentiering bland det stora utbudet av nätcasinon är den så kallade PayNPlay-lösningen. Denna bygger på att spelare, via e-legitimation, kan spela utan att registrera ett konto. Eventuella vinster kan tas ut inom 15 minuter, vilket bidrar till en mer positiv kundupplevelse. Trots att kunder är mindre benägna att binda pengar hos casinot bedöms kunderna vara mer återkommande till följd av att snabbt kan realisera sin vinst. Samtidigt har konceptet redan anammats av konkurrenten Cherry och Bolaget väntas se tilltagande konkurrens under 2018. PayNPlay-lösningen anses vara Ninja Casinos starkaste framgångsfaktor, således väntas ökad konkurrens av erbjudandet leda till att tillväxten avtar under senare delen av 2018.

Reglering av den svenska marknaden 2019 väntas pressa lönsamheten och utgör främsta riskfaktorn. Idag genereras i princip hela omsättning på oreglerade marknader, varav en klar majoritet härstammar från Ninja Casino i Sverige. Under 2019 kommer den svenska marknaden med största sannolikhet att regleras och operatörer kommer ges möjligt att ansöka om licens. En licens medför en beskattning av nettospelintäkter om 18 %, vilket i värsta fall kan komma att pressa lönsamheten med tvåsiffriga procentenheter. Regleringen medför även nya möjligheter för operatörerna att marknadsföra sig via mer etablerade kanaler. Pressad lönsamhet och ytterligare fokus på marknadsföring kan leda till en konsolidering där mindre aktörer, som Global Gaming, missgynnas. Sammantaget skapar regleringen stor osäkerhet efter 2018E och utgör således en kraftig riskfaktor.

Storleken och avlastningen på marknadsföringsinvesteringar väntas ligga till grund för utvecklingen. I ett Base scenario estimeras Global Gaming 2018E växa 83 % drivet av att investeringarna i marknadsföring för Ninja Casino är fortsatt effektiva. Samtidigt antas effektiviteten minska i takt med att antal kunder ökar. I ett Bull scenario estimeras marknadsförings-investeringarna vara än mer effektiva vilket väntas ligga till grund för ytterligare investeringar. I ett Bear scenario väntas marknadsföringsinvesteringarna vara mindre effektiva, drivet av att konkurrens på PayNPlay vilket gör kunderbjudandet mindre unikt.

Prognos	Base 17E	Base 18E	Bull 18E	Bear 18E
Omsättning, MSEK	459	840	856	773
Tillväxt	*373 %*	*83 %*	*83 %*	*60 %*
EBITDA-marg.	*26 %*	*20 %*	*20 %*	*13 %*

Rabatt mot peers motiverad till följd av större riskfaktorer. Global Gaming handlas idag till EV/EBITDA 9,4x på estimat för 2017E. Multipeln kan sättas i förhållande till en peer-grupp av operatörer, bestående av Betsson, Cherry, Kindred, LeoVegas, Mr Green och Nordic Leisure, som handlas till ett snitt om 16,8x 2017E.[1] Diskrepansen härleds från att samtliga peers har mer diversifierade intäkter, större andel intäkter från licensierade marknader samt överlag är betydligt större. Detta motiverar en fortsatt stor riskpremie i respektive targetmultipel jämfört med peers.

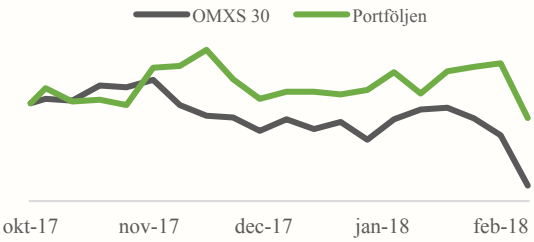
Scenario	EBITDA 18E	EV/EBITDA	Motiv. Pris	Upp-/nedsida
Base	169 MSEK	9x	40 kr	32 %
Bull	172 MSEK	10x	45 kr	49 %
Bear	129 MSEK	7x	19 kr	-38 %

[1] Källa: Bloomberg. LeoVegas estimat avser ProForma 2017 Q1-Q3 med antagande om identiskt utfall i Q4.

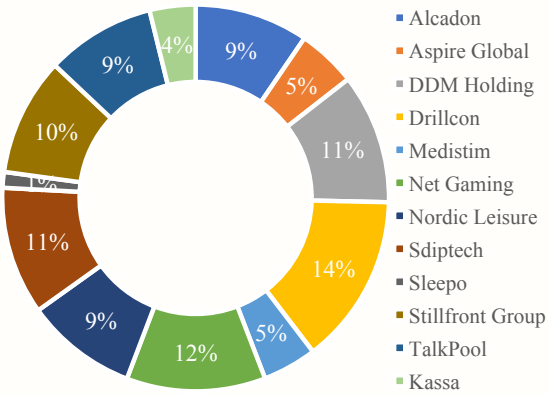
Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-14,6 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-12,7 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	-12,5 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-1,6 %
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-11,4 %
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	-6,3 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	2,5 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-15,2 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-0,5 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 6,5 %
Sleepo	3	2018-01-28	7,10 kr	0,7 %

Portföljens Utveckling: -1,48 %, OMXS30 -8,40 %



Fördelning %



Förvaltningskommentar

Veckan som gått

I veckan som gått köptes Nordic Leisure och Sleepo in till portföljen, och vår position i Talkpool ökades. Vidare såldes positionen i Tourn. Den senase veckan har börsen kännetecknats av turbulens och oro med branta nedgångar på världens aktiemarknader. Turbulensen initierades av lönestatistik från USA som gav upphov till oro kring en ökande inflation och följaktligen högre räntor. Analyst Group bedömer att reaktionen varit överdriven på många svenska småbolag och fortsätter att leta köplägen.

2017-11-05 släppte Analyst Group en analys på Nordic Leisure. Bolaget har en stark marknadsposition i Baltikum, vilken uppnåtts genom strategiska förvärv. Bolaget väntas öka sitt fokus inom affiliate-verksamheten, vilket väntas leda till marginalexpansion och ökad omsättning framgent. I ett Base scenario väntas Bolaget omsätta 30,6 MEUR och nå en EBITDA-marginal om 29 %. I ett Base scenario värderas Nordic Leisure till EV/EBITDA 13,4 på 2018E.

2018-01-28 släppte Analyst Group en analys på Sleepo. Bolaget ger exponering mot den snabbväxande e-handeln för heminredning. Sleepo har en skalbar affärsmodell och markndasför sig på bl.a. Instagram och Pinterest vilket resulterat i en särställning på marknaden för heminredning. I ett Base scenario bedömer Analyst Group att aktien har en motiverad kurs om 14,6 SEK.

Ework Group AB

Ework Group AB har historiskt uppvisat en hög organisk tillväxt, däremot har inte EBIT vuxit i samma takt på grund av fallande bruttomarginal. Under 2017A har dock bruttomarginalen stabiliserats, vilket innebär möjligheter för Bolaget att kapitalisera på fortsatt hög omsättningstillväxt. En hög värdering, relativt två olika peergrupper begränsar dock kurspotentialen. I ett Base scenario ses en potentiell nedsida om -20,6 %.

Global Gaming 555

Global Gaming har de senaste kvartalen vuxit kraftigt, trots relativt sett låga marknadsföringskostnader. Detta kan hänföras till Bolagets lansering av Ninja Casino som tillåter spel utan konto och snabba uttag. 2018E estimeras Bolaget växa med 83 %. Givet EV/EBITDA 9x, motiveras en indikativ uppsida om 27 %. En betydande risk är att exponeringen beräknas till minst 75 % och kommande reglering väntas pressa lönsamheten.

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 Pintrest, 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 %.

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.

Jakob Lembke äger aktier i: DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group och Global Gaming.

Klas Danielsson äger aktier i: Ework Group AB, Medistim, Stillfront Group 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 EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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