

PORTFÖLJEN

Nr 16, FEBRUARI 2018, v. 7

VECKANS UPPLAGA

NORDIC WATERPROOFING HOLDING

Stark marknadsposition och attraktiv värdering

Läs mer om Nordic Waterproofing Holding på *sida 3*

ALLGON AB

Hög tillväxt drivet av förvärv och organisk tillväxt

Läs mer om Allgon på *sida 4*

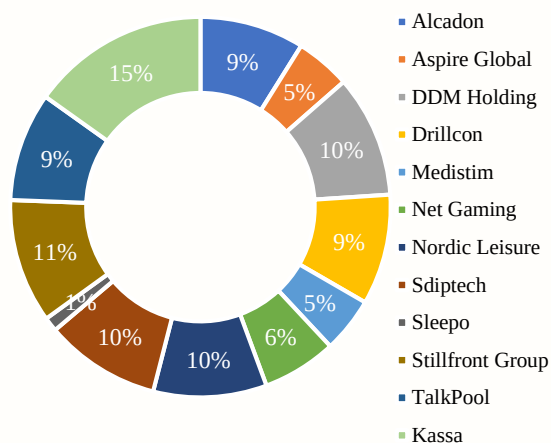
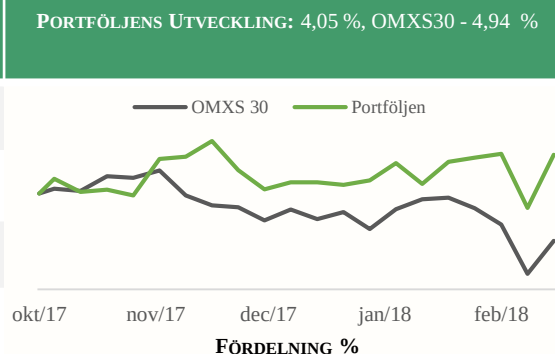
FÖRVALTARKOMMENTAR

”Portföljens största innehav, Drillcon, kom med en stark rapport”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-9,0 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-11,2 %
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	9,7 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-2,1 %
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-4,3 %
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	3,0 %
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	12,1 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-3,3 %
Sdipotech	3	2017-12-17	45,11 kr	-2,7 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	-6,0 %
Sleepo	3	2018-01-28	7,10 kr	-1,4 %



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

NORDIC WATERPROOFING HOLDING

Nordic Waterproofing estimeras 2018E växa organiskt om 4 % till följd av en stark marknadsposition samt pris-justeringar för oljepriset. Bolaget estimeras kunna växa EBIT 8 % genom förvärv, då nettoskuld/EBITDA endast uppgår till 0,8x. Sammantaget estimeras EBIT-tillväxten till 18 % 2018E. Givet targetmultipeln EV/EBIT 11x samt direktavkastning om 5 % motiveras på 12 månaders sikt en uppsida om 31 %.

ALLGON AB

Allgonkoncernen har genomfört två förvärv, vilka kompletterar verksamhetens erbjudande väl och gör Bolaget än mer konkurrenskraftigt framgent. Flera av dotterbolagen har stora globala kunder och adresserar tillväxtmarknaden IoT. Vidare har Bolaget möjligheten att genomföra strategiskt operativa förbättringar, vilket kan minska den gemensamma kostnadsbördan. Genom en sum of the parts-värdering ges en indikativ uppsida om 65 % i 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/

NORDIC WATERPROOFING HOLDING A/S

ANALYTIKER:
JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



Nordic Waterproofing estimeras 2018E växa organiskt om 4 % till följd av en stark marknadsposition samt prisjusteringar för oljepriset. Bolaget estimeras kunna växa EBIT 8 % genom förvärv, då nettoskuld/EBITDA endast uppgår till 0,8x. Sammantaget estimeras EBIT-tillväxten till 18 % 2018E. Givet targetmultipln EV/EBIT 11x samt direktavkastning om 5 % motiveras på 12 månaders sikt en uppsida om 31 %.

NUVARANDE KURS

76,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2018)

57,0 kr

96,0 kr

116,0 kr

Nordic Waterproofing Holding A/S ("Nordic Waterproofing" eller "Bolaget") är verksamma inom tätning av tak i norra Europa. I segmentet Product & Solutions (69 % av omsättningen) producerar Bolaget tätskiktsprodukter och i sitt andra segment, Installation services (31 %), installerar Nordic Waterproofing tätskiktslösningar på den danska och finska marknaden.

Stark position på marknad med höga inträdesbarriärer. Marknaden för produktion av tätskiktsmassa karaktäriseras av höga inträdesbarriärer då kostnaderna för leverans är höga, vilket gör att produktionen ofta sker i närområdet. Detta har gett upphov till att producenterna är konsoliderade samtidigt som kunderna, primärt installatörer och grossister, är mer fragmenterade. Detta ger producenterna en stark prissättningsförmåga.

Den nordiska tätskiktsmarknaden estimeras växa med CAGR 2,5 % 2015E-2020E.¹ Bolaget hade 2017 en marknadsandel om 12 %. Framgent bedöms Bolaget kunna växa organiskt snabbare än marknaden, genom att upprepa den framgångsrika strategin som föranlett den marknadsledande positionen i Sverige, Finland och Danmark på andra marknader.

Förvärvsambitioner och stark balansräkning ger möjlighet till förvärv 2018E. Under 2017 växte Nordic Waterproofings omsättning med 15 % genom fyra förvärv. Den slutgiltiga konsolideringen av dessa estimeras bidra med ytterligare 4 % tillväxt 2018E. Bolaget har fortsatt som strategi att förvärva för att befästa eller etablera sig på specifika geografiska marknader samt för att uppnå vertikala synergier. Synergier kan exempelvis uppstå genom korsförsäljning, då förvärvade installatörer direkt kan anlita ett dotterbolag som leverantör av tätskiktsprodukterna. Installationsverksamheten existerar i nuläget endast i Danmark och Finland, vilket ger möjlighet att expandera till de marknader där Bolaget redan har produktion av tätskiktsprodukter. Bolaget har som finansiellt mål att nettoskuld/EBITDA inte ska överstiga 2,5x, rullande 12 månader uppgår den till 0,8x. Utökad belåning till målet om 2,5x ger, justerat för utdelningen 2017 om cirka 90 MSEK, möjlighet till att förvärva för cirka 134 MSEK. Givet en genomsnittlig förvärvsmultipl om 6x EBIT kan Bolaget maximalt förvärva 22 MSEK EBIT, vilket motsvarar en tillväxt om 12 %.

Externa makrofaktorer utgör största riskerna. Bolaget är beroende av olja som är en stor beståndsdel i tätskiktsmaterialet bitumen, vilket används i tätskiktsprodukter på den nordiska marknaden. 2016 uppskattades att en 10 % förändring i bitumenpriset, drivet av olja, påverkar EBIT med med 7 %, samtidigt garderas detta till vis mån. För att hantera det stigande oljepriset under 2017 har prisjusteringar aviserats till

befintliga kunder vilket kommer påverka bruttomarginalen positivt. Tätskiktsmarkanden kan även betraktas som en del av den större byggmarknaden. En lägre efterfrågan på byggmarknaden skulle således även ha inverkan på efterfrågan på tätskiktslösningar. 2017 härleddes 40 % av omsättningen från nybyggnationer kontra 60 % från renoveringar. Renovering har historiskt sett varit mindre cykliskt.

I ett Base scenario estimeras en organisk omsättningstillväxt om 4 % 2018E. Differensen mot marknadstillväxten hänförs till fortsatt etablering på Bolagets mindre marknader, samtidigt som Bolaget i viss utsträckning kan fortsätta ta marknadsandelar på huvudmarknaderna. Efter konsolidering av förvärven 2017 estimeras en total tillväxt 2018E om 8 % motsvarande en omsättning om 2 377 MSEK. EBIT-marginalen estimeras öka från 8,9 % 2017 till 9,3 % 2018E till följd av konsolidering av förvärv och prisjusteringar för råvarukostnader. Bolaget antas även kunna förvärva 8 MSEK EBIT. Targetmultipl antas till EV/EBIT 11x baserat på den historiska värderingen.

I ett Bull scenario estimeras en organisk omsättningstillväxt om 6 % till följd av effektiva synergier från förvärv. EBIT-marginalen estimeras till 9,7 % till följd av prisökningar och synergier från förvärven 2017. Vidare antas förvärvad EBIT 2018E uppgå till 17 MSEK.

I ett Bear Scenario antas den totala omsättningstillväxten till 6,5 %, vilket inkluderar 4 % från förvärv. Scenariot antar fortsatt stigande oljepriser vilket leder till att bruttomarginalen kommer att försämrats. Inga förvärv förväntas i ett Bear scenario.

Scenario	EBIT 18E	Targetmultipl	Motiverat aktiepris	Direktavkastning	Totalavkastning
Base	232 MSEK	11x	96	5 %	31 %
Bull	253 MSEK	12x	116	5 %	58 %
Bear	196 MSEK	8x	57	5 %	-21 %

Då Nordic Waterproofing är mycket nischade saknas jämförbara noterade peers. Därför tas stöd från bolagets historiska värdering för att bedöma en rimlig targetmultipl. Historisk har Bolaget i genomsnitt handlats till rullande EV/EBIT om 12,6x.



¹ Källa: Nordic Waterproofing, 2016.

ALLGON AB

ÖVERSIKT



Allgonkoncernen har genomfört två förvärv, vilka kompletterar verksamhetens erbjudande väl och gör Bolaget än mer konkurrenskraftigt framgent. Flera av dotterbolagen har stora globala kunder och adresserar tillväxtmarknaden IoT. Vidare har Bolaget möjligheten att genomföra strategiskt operativa förbättringar, vilket kan minska den gemensamma kostnadsbördan. Genom en sum of the parts-värdering ges en indikativ uppsida om 65 % i Base scenario.

Allgon AB ("Allgon" eller "Bolaget") är en företagskoncern bestående av fem bolag inom trådlösa tekniklösningar. Koncernen har de senaste 12 månaderna genomfört två förvärv (IIOX och Satmission), och öppnat en ny produktionsanläggning i Taijin, Kina. Samtliga bolag har sitt huvudkontor i Sverige och redovisar försäljning.

Allgonkoncernen¹

Allgons verksamhetsfokus ligger på att växa organiskt och komplettera med förvärv utifrån följande parametrar:

- Ledande i sitt nischsegment,
- Potential till synergieffekter med befintliga innehav i koncernen.

Genom förvärven fördelas *overhead*-kostnaderna på hela koncernen, vilket resulterar i att bolagen gemensamt når operativa besparingar. Ett exempel på detta är bl.a. Allgons produktionsanläggning i Taijin, Kina. I dagsläget producerar denna nyöppnade anläggning till Åkerströms och SmarteQ, och har potential att leverera till resterande koncernbolag framgent. Således förväntas ytterligare kostnadssynergier synas i räkenskaper framgent.

SmarteQ levererar robusta antenner till smart infrastruktur och fordonsindustri. Det förstnämnda omfattar bl.a. antennlösningar till elmätare, ett nischsegment där SmarteQ idag har en 30 % marknadsandel i Norge. Till följd av höjda funktionskrav måste närmare fem miljoner elmätare i Sverige uppdateras fram till 2025.² SmarteQ har således ett starkt *proof of concept* i Norge, vilket ger verksamheten en fördelaktig position inför den kommande upprustningen av elmätare i Sverige.

Åkerströms bygger radiostyrda kranssystem för preventivt arbete mot bl.a. verksamhetsstopp. Dotterbolaget har nyligen implementerat ett omfattande omstruktureringsprogram, vilket estimeras minska kostnaderna om 5 MSEK och få Bolaget nå lönsamhet 2018.

WSI & IIOX WSI erbjuder kundanpassade hårdvarusystem och IIOX erbjuder en molnplattform. WSI, vilket utnämndes till årets IoT-bolag 2017, har stabila intäkter bl.a. från ett partneravtal med Nvidia. IIOX har kunder såsom E.ON och Riksbyggen. Dessa två produkterbjudanden kompletterar varandra och de två bolagen erhöill nyligen första gemensamma ordern.

NUVARANDE KURS

8,56 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

5,6 kr

14,2 kr

18,2 kr

Satmission bygger broadcastingsystem för satellitkommunikation. Exempel på appliceringsområden är mobil livesändning av nyheter. Bolaget har säkrat ett tre-årigt ramavtal om 70 MSEK, fram till 2020.

2018E MSEK	SmarteQ	Åkerströms	WSI & IIOX	Satmission
Omsättning	70	82	79	21
Tillväxt %	12 %	0 %	18 %	184 %
EBITDA	6,8	2,0	9,2	2,7
Peer – EV/Sales	1,3	0,79	1,2	2,7
Motiverat värde	90	65	95	57
Sum of the Parts				
Summa - Motiverat värde			312	
Justering för skuld			-13	
Motiverat MC		299	14,2 SEK/aktie	

Sum of the Parts-värdering indikerar en uppsida om 65 %

Ovan har en SOTP (*Sum of the Parts*) genomförts på 2018 estimerade räkenskapsår. Detta har sedan jämförts med EV/Sales multiplar på relevanta alternativinvesteringar. Denna värderingsmetod indikerar en uppsida om 65 % på 2018, vilket antas som Base scenario. Allgon har en *Leverage-ratio* på 0,51, vilket indikerar att Bolaget har ytterligare förvärvsutrymme. Således vore det inte otänkbart att Allgon genomför förvärv även under 2018.

I ett Bull scenario indikeras en uppsida om 113 %, respektive nedsida om -34 % i Bear scenario I ett Bull scenario antas integrationen mellan IIOX och WSI bli mycket lyckosamt och de två bolagen växer med 30 % över Base scenariot. Vidare fortsätter Satmission att leverera högre ordervärden, vilket får bolaget att växa omsättningen med 50 % över Base scenario. I ett Bear scenario antyds en fortsatt stabil verksamhet i SmarteQ och Satmission. Ett förlängt omstruktureringsprogram i Åkerströms och trögriklig integration mellan WSI och IIOX, får dessa tre bolag att tappa väsentliga delar av dagens omsättning ca 40 - 50 %.

2018E MSEK	Bull scenario	Bear scenario
Omsättning (MSEK)	316	108
EBITDA (MSEK)	21	13
Motiverat värde (MSEK) ³	385	119
Motiverat aktiekurs ⁴	18,2	5,6

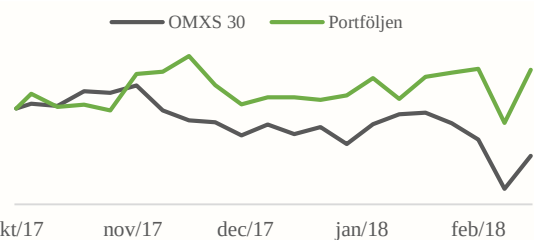
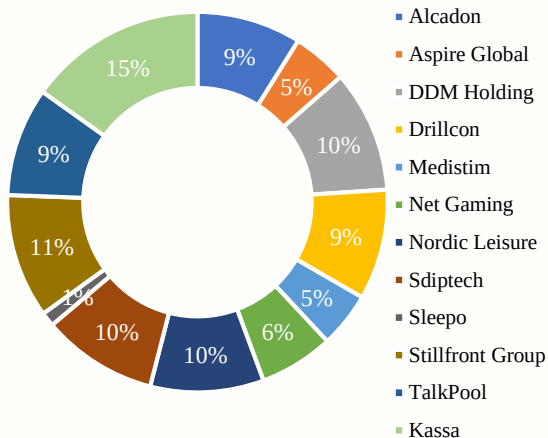
³ Räknat mot samma multiplar som använts ovan.

⁴ Justerat för nettoskuld om 13 MSEK

¹ Omfattar också Allgon Supply

² Energimarknadsinspektionen, "Funktionskrav på Elmätare", 2017-11-01

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 4,05 %, OMXS30 - 4,94 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-9,0 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-11,2 %	
Net Gaming	3	2017-11-12	10,28 kr	9,7 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-2,1 %	
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-4,3 %	
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	3,0 %	
Medistim	3	2017-11-12	73,20 kr	12,1 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-3,3 %	
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-2,7 %	
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	-6,0 %	
Sleepo	3	2018-01-28	7,10 kr	-1,4 %	

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I veckan som gått har flertalet av portföljens bolag rapporterat sina Q4-rapporter. Drillcon, Aspire Global och Sdiptech rapporterade i slutet av veckan. Den senaste veckan har börsen återhämtat sig från föregående veckas turbulens och oro med branta nedgångar på världens aktiemarknader. Analyst Group bedömer att börsen under 2018 kommer att vara fortsatt volatil och frigör därför kassa för framtida köplagen.

Drillcon kom in med en stark rapport som visade på en organisk tillväxt om 43 % och en EBITDA-tillväxt om 76 %. För helåret ökade nettoomsättningen med 36 % och en EBITDA-tillväxt om 46 %. Drillcons VD, Patrik Rylander, guidar om att den sammantagna efterfrågan och investeringsviljan från deras kunder väntas ligga kvar på nuvarande höga nivåer. Analyst Group är fortsatt positiv till Drillcon och tycker att värderingen om EV/EBITDA 6,2 (R12M) är attraktivt.

Sdiptechs rapport kom in under Analyst Groups förväntningar. Nettoomsättningen ökade med 22 % och EBITDA ökade till 115,1 MSEK (55,1) i fjärde kvartalet. Lönsamheten utvecklades positivt med undantag för hissegmentet. Värderingen är fortfarande låg och det finns potentiella triggers i förvärv under 2018.

Aspire Global redovisade en tillväxt något lägre än förväntat. Analyst Group är fortsatt positiva till Aspire och tror att Bolaget kan kapitalisera på deras sportsbook under 2018. Aspire har starka presationsmått relativt peers och värderingen är attraktivt.

NORDIC WATERPROOFING HOLDING

Nordic Waterproofing estimeras 2018E växa organiskt om 4 % till följd av en stark marknadssituation samt pris-justeringar för oljepriset. Bolaget estimeras kunna växa EBIT 8 % genom förvärv, då nettoskuld/EBITDA endast uppgår till 0,8x. Sammantaget estimeras EBIT-tillväxten till 18 % 2018E. Givet targetmultiplern EV/EBIT 11x samt direktavkastning om 5 % motiveras på 12 månaders sikt en uppsida om 31 %.

ALLGON AB

Allgonkoncernen har genomfört två förvärv, vilka kompletterar verksamhetens erbjudande väl och gör Bolaget än mer konkurrens-kraftigt framgent. Flera av dotterbolagen har stora globala kunder och adresserar tillväxtmarknaden IoT. Vidare har Bolaget möjligheten att genomföra strategiskt operativa förbättringar, vilket kan minska den gemensamma kostnadsbördan. Genom en sum of the parts-värdering ges en indikativ uppsida om 65 % i Base scenario.

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 fransäger 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,, DDM Holding, Medistim, Sdiptech, TalkPool, Sdiptech, Stillfront Group, Noride Leisure, Sleepo och Aspire Global.

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

Gustaf Nordin äger aktier i: Stillfront Group och Sleepo.

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 2014-2018). 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