Analyst Group

PORTFÖLJEN

Nr 21, Mars 2018, v. 12

VECKANS UPPLAGA

ANGLER GAMING PLC

Positiv utveckling för viktiga prestationsmått

Läs mer om Angler Gaming PLC på *sida 3*

OPUS GROUP AB

Internationell expansion väntas driva tillväxt

Läs mer om Opus Group AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Köptillfällen kan uppstå till följd av ökad volatilitet”

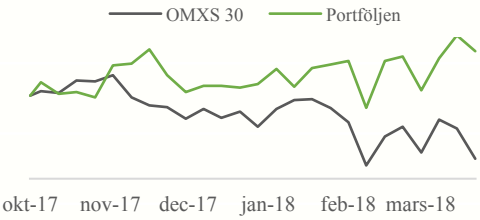
Läs mer på *sida 5*

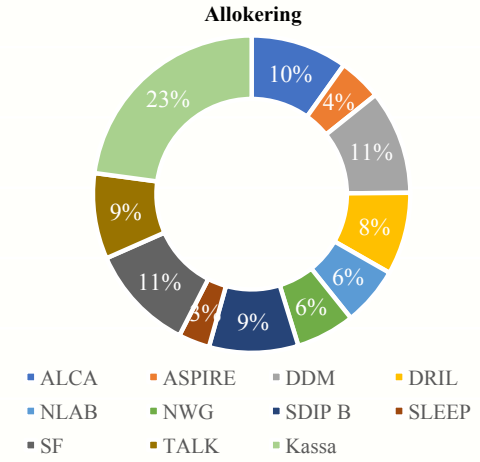
Ag

Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 17,8 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 8,3 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	10,0 %
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 8,5 %
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,75 kr	14,8 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	0,6 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 8,9 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 10,9 %
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 10,2 %
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	- 2,0 %

Utveckling	OMXS 30	AG Portföljen
1 Vecka	- 3,83 %	- 1,78 %
YTD	- 4,22 %	3,97 %
Sedan Start	- 7,61 %	5,31 %





I veckans utgåva av portföljen:

Angler Gaming PLC

Stark vinstutveckling har gjort att marknaden fått upp ögonen för Angler Gaming efter några tröga börsår. Transparensen från ledning är dock bristfällig, samtidigt som estimerad tillväxt inte anses vara tillräcklig för att motivera uppsida. Bättre transparens hade kunnat vara till fördel och möjligen gett en annorlunda bild av Bolagets utsikter. Angler tilldelas med försiktighet ett aktiepris utifrån peers om 7,39 kr.

Opus Group AB

Omsättningstillväxten i Opus svenska verksamhet har under 2017 planat ut. Bolaget har dock erhållit tillstånd att bedriva bilprovings-verksamhet i Pakisktan, vilket tillsammans med tillväxt av den årliga intjäningen från Bolagets EaaS-produkter lagt en god grund för framtida tillväxt i övriga segment. Bolaget värderas under 2019 till 13,3x EV/EBIT, vilket givet en målmutipel om 15x EV/EBIT, ger en uppsida om 14,8 %.

.

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/

ANGLER GAMING PLC

ANALYTIKER: WILHELM SONDÉN

ÖVERSIKT

1

Stark vinstutveckling har gjort att marknaden fått upp ögonen för Angler Gaming efter några tröga börsår. Transparensen från ledning är dock bristfällig, samtidigt som estimerad tillväxt inte anses vara tillräcklig för att motivera uppsida. Bättre transparens hade kunnat vara till fördel och möjligen gett en annorlunda bild av Bolagets utsikter. Angler tilldelas med försiktighet ett aktiepris utifrån peers om 7,39 kr.

NUVARANDE KURS
11,88 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

5,73 kr | 7,39 kr | 17,00 kr

Angler Gaming PLC ("Angler" eller "Bolaget") är ett maltesiskt holdingbolag noterat på Aktietorget, som ursprungligen är en avknoppad verksamhetsdel från Betsson. Angler förvärvar och driver företag som tillhandahåller sportsbetting, onlinepoker och övriga casinotjänster. Detta görs dels som B2B-leverantör av en spelplattform för nätcasinon och dels som en B2C-operatör under egna varumärken, exempelvis CasinoEstrella och Lucky31.

Förbättrat produkterbjudande och kraftig lönsamhetsförbättring. Angler uppvisade starka tillväxtsiffror 2017, vilket har speglats av den kraftiga kursuppgången. Bolaget uppvisade en omsättningstillväxt om 78 % , medan EBITDA ökade med 260 %. Bolaget har numera en EBITDA-marginal om 37,2 %, vilket är bland de högsta inom branschen.[1] Därtill har Bolagets plattform mobilanpassats, vilket är fördelaktigt när mobila plattformar är det klart snabbast växande segmentet inom onlinespel.[2] Samtidigt har kunderbjudandet utökats med spel från etablerade leverantörer som Evolution Gaming, Authentic Gaming, Nolimit City och Betconstruct. Trots att omsättning likväl EBITDA vuxit oavbrutet 2017, har kursen kommit ner under 2018 med ca -6,5 %. Bolaget handlas för nuvarande kring 19x EBITDA, klart under genomsnittet för multipeln under senaste året (R12).

Bristande insyn och licenssituation motiverar rabatt. Till skillnad från de flesta speloperatörer som är noterade i Sverige saknar Angler maltesisk spellicens, och bedriver istället verksamheten med en licens från Curacao. Skillnaden från en maltesisk licens är att inom vissa regioner måste kunderna betala skatt på sina vinster, till exempel i Sverige. Hur stor del av intäkterna som kommer från Sverige framgår dock inte. Bolaget redovisar emellertid ingenting kring hur intäkterna fördelas geografiskt, något som är viktigt att beakta i en bransch som står inför kommande regleringar. Till detta hör att Bolaget indikerar stark tillväxt inom bland annat Sydamerika, där flertalet länder står inför potentiella regleringar.[3] Med bristande information gällande geografiska marknader, samtidigt som det saknas viktig information om strategi och insynsägande, motiverar detta en rabatt gentemot peers.

Positiv utveckling för viktiga prestationsmått. Antalet nya registrerade spelare, kan ses som ett effektivitetsmått på marknadsföringen. Dessa har nästan oavbrutet varit i en positivt trend sedan 2016. Antalet nya registrerade kunder har gått från ca 11 000 (Q1-16) till 31 000 (Q4-17) på kvartalsbasis. Samtidigt har konverteringen av dessa till återkommande aktiva spelare, de spelare som sedan genererar intäkter, varit hög. Kunderna har fördubblats sedan 2016. Vidare har depositioner per aktiva kunder under samma period ökat från 278 EUR till 359 EUR, vilket fortfarande är klart under branschsnitt, med potential att öka.

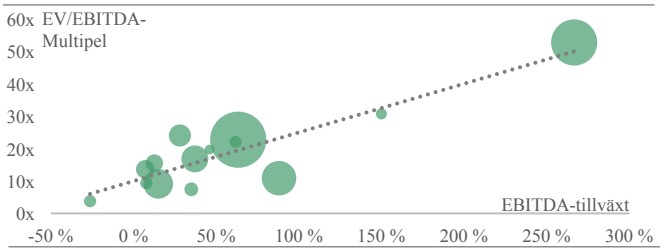
I ett Base scenario väntas antalet nya spelare uppgå till ca 41 000 (Q4-18E), vilket ger en tillväxt om ca 30 % från dagens 31 tusen. Bolagets *churn rate,* dvs. den andel av nya spelare som inte konverteras till återkommande spelare, har minskat under senaste två kvartalen, vilket möjligen kan härledas från tidigare nämnda förbättringar av produkterbjudandet. *Churn rate* beräknas fortsatt behållas kring 34 % för 2018. Tillsammans med en beräknad snittdeposition per kund ger det nettospelsintäkter om ca 169 MSEK 2018. Givet att marginalerna rör sig mot en mer mogen nivå, till omkring 30 % vid utgången 2018, resulterar det i en framåtblickande EV/EBITDA om ca 17,0x.

Prognos Base scenario	2016	2017	2018E
Omsättning (MSEK)	70,2	125,2	168,7
EBITDA-marg.	18 %	37 %	31 %
EV/EBITDA	17,9x	19,0x	17,0x

Bolaget värderas genom en regressionsanalys, där peer-gruppens EV/EBITDA-multipel (R12) ställs i förhållande till den estimerade EBITDA-tillväxten för 2018.[1] Angler Gamings estimerade tillväxt uppgår till 12 % på EBITDA-nivå, vilket enligt peer-gruppen indikerar en multipel om ca 11,7x. Inklusive en direktavkastning om ca 3,6 %, resulterar det i en potentiell nedsida om -34 %. Bättre insyn skulle dock kunna leda till mer träffsäkra prognoser och en potentiellt förändrad bild av bolaget.

I ett Bull scenario väntas antal spelare istället uppgå till ca 50 000, depositionerna till historisk höga 419 EUR, vilket efter spelarkostnader ger en omsättning om ca 25 MEUR. Lyckas Bolaget hålla nere kostnadsposterna på de låga nivåer som visats under 2017, kan tillväxten på EBITDA uppgå till 114 %, vilket med utdelning skulle resultera i en uppsida om 47 %.

I ett Bear scenario estimeras antal spelare uppgå till 35 000 och depositionerna linjärt minska till 300, vilket efter spelarkostnader ger en omsättning om ca 14,5 MEUR. Negativ EBITDA-tillväxt om -6 % resulterar i en nedsida om -48 %.



Scenario	Target EV/EBITDA	Indikerat Aktiepris (SEK)	Potential / Risk %
Base	9,0x	7,39	-34 %
Bull	27,0x	17,0	47 %
Bear	11,7x	5,73	-48 %

[1]Peer-grupp: *Cherry, NetEnt, Aspire Global, Global Gaming, Evolution Gaming, Leovegas, Nordic Leisure, Mr Green* mfl. Källa: Bloomberg.
[2]Edgar, Zach. *Online gambling continues to grow thanks to smartphone usage.* Mobile Industry Review https://goo.gl/vbUocj
[3]Gambling Sites. *Gambling Laws in South America.* https://goo.gl/VycLCS

OPUS GROUP AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

ÖVERSIKT

2

Omsättningstillväxten i Opus svenska verksamhet har under 2017 planat ut. Bolaget har dock erhållit tillstånd att bedriva bilprovings-verksamhet i Pakisktan, vilket tillsammans med tillväxt av den årliga intjäningen från Bolagets EaaS-produkter lagt en god grund för framtida tillväxt i övriga segment. Bolaget värderas under 2019 till 13,3x EV/EBIT, vilket givet en målmutipel om 15x EV/EBIT, ger en uppsida om 14,8 %.

NUVARANDE KURS
6,05 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

5,78 kr | 6,94 kr | 7,38 kr

Opus Group AB (”Opus” eller ”Bolaget”) erbjuder tjänster för bilprovning samt närliggande produkter. Bolaget bedriver idag verksamhet framförallt i USA, Sverige, Pakistan samt flertalet länder i Latinamerika.

Förvärv av företag i USA väntas ge stärkta marginaler. Opus förvärvade januari 2018 det amerikanska företaget Gordon-Darby. Gordon-Darby bedriver främst verksamhet inom bilprovning och omsatte under 2017 cirka 35 MUSD, motsvarande 15,4 % av Opus omsättning. Företaget förvärvades för cirka 56 MUSD, motsvarande en P/S-multipel om 1,6x. Gordon-Darby har enligt Opus ledning en högre EBITDA-marginal än Bolagets nuvarande verksamhet, men har ännu ej tillkännagivit denna. I modellen antas förvärvets EBITDA-marginal uppgå till 20 %, vilket motsvarar ett EBITDA om cirka 8,8 MUSD. Bolaget ökar genom förvärvet sin ND/EBITDA till cirka 3,5x, vilket är högre än dess finansiella mål om 3,0x, således bör inga betydande förvärv förväntas under en överskådlig framtid.

Internationell expansion och Bolagets Equipment as a Service-produkter (”EaaS”) väntas driva omsättningstillväxt. Omsättningen från Opus svenska verksamhet har under 2017 planat ut, där omsättningstillväxten uppgick till 0,5 %, vilket väntas fortsätta. I Opus andra geografiska segment, *Vehicle Inspection International*, uppgick däremot omsättningstillväxten till 14,7 % under 2017. Bolaget fick under 2017 tillstånd av den pakistanska regeringen för att bedriva bilprovning i regionen Sindh, och planerar att öppna 39 nya stationer i regionen under 2018. Tillståndet gör Opus väl positionerat för fortsatt tillväxt och väntas i ett Base scenario fortsätta växa i det internationella segmentet, dock i en något lägre takt om 10,5 % 2018 och 10,0 % 2017.

Opus EaaS-produkter utgörs av produkter vilka förenklar service och bilprovning, där till exempel utrustning för utsläppsmätning och automatisk mätning av hjulinställningar ingår. Kunderna, vilka utgörs av både bilverkstäder och andra besiktningsstationer, hyr utrustningen, varpå Opus ofta utöver de löpande leasingkostnaderna erhåller intäkter per användning. Under Q4-17 uppgick den årliga intjäningen från produkterna till 19,9 MUSD, vilket motsvarar en tillväxt om ca 81 % från Q4-16. På grund av tillväxten under året, har Opus tvingats ta större uppstartskostnader för de levererade maskinerna, något som väntas minska i och med en något lägre tillväxt i segmentet under 2018 och 2019. Den årliga intjäningen förväntas framgent fortsätta stiga, och uppgå till cirka 29,9 MUSD och 41,8 MUSD i slutet av 2018 respektive 2019.

Satsning mot service av mer komplexa fordon ger god framtida potential. Opus bildar från och med Q1-18 ett nytt segment vilket kallas *Intelligent Vehicle Support*. Segmentet kommer omfatta Opus produkter vilka vänder sig specifikt mot service och support av komplicerade teknologiska fordonssystem. Produkterna löser således problem bilverkstäder och besiktningsstationer saknar teknisk förmåga att lösa på egen hand. Segmentet kommer att stå för cirka 10 % av omsättningen, och växer enligt Bolaget snabbt. Med tanke på den mer och mer komplexa tekniken i fordons mjuk- och hårdvara, där telematik, uppkopplade fordon och automatstyrning med mera blir allt vanligare, bedöms det åligga god potential för Opus att växa organiskt inom segmentet.

Liknande bolag indikerar en målmultipel om 15,0x EV/EBIT. Bolaget har ett fåtal peers vilka är listade på utländska börser, dessa är emellertid primärt verksamma i en något bredare bemärkning av besiktning, såsom större byggnadsmaskiner eller byggarbeten, men har samtliga fordonsprovning som delsegment. Dessa värderas i snitt till 15,0x EV/EBIT på 2019 års estimat, vilket således utgör Opus målmultipel.

Ett Base scenario indikerar en potentiell uppsida om 14,8 %. I ett Base scenario väntas Bolagets omsättning växa om 24,4 % 2018 och 6,5 % 2019. Den estimerade tillväxten under 2018 är främst hänförlig till förvärvet av Gordon-Darby, men även av tillväxt i EaaS-segmentet i USA och satsningen i Pakistan, medan tillväxten under 2019 främst drivs av organisk tillväxt genom EaaS samt fortsatt expansion i Latinamerika & Pakistan. EBIT-marginalen väntas stärkas till 8,6 % under 2018 och 8,8 % 2019, dels på grund av Gordon-Darbys högre marginaler, men även på grund av lägre uppstartskostnader för EaaS-försäljning samt något lägre etableringskostnader på nya marknader. Detta resulterar i en estimerad EV/EBIT om 13,1x för 2019, vilket sett till målmultipeln om 15,0x EV/EBIT, ger en potentiell uppsida om 14,8 %.

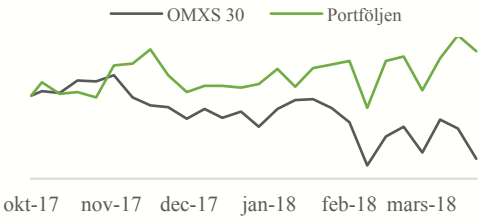
Ett Bull scenario indikerar en potentiell uppsida om 21,9 %. I ett Bull scenario estimeras Bolagets satsningar på EaaS och internationell expansion ge en högre omsättningstillväxt om 29,1 % respektive 10,6 % under 2018 respektive 2019. EBIT-marginalen estimeras att uppgå till 8,5 % och 8,7 % under 2018 respektive 2019, tyngt av något högre etableringskostnader på internationella marknader. Detta resulterar i en estimerad EV/EBIT om 12,3x för 2019. Sett till målmultipeln om 15,0x EV/EBIT, ger detta en potentiell uppsida om 21,9 %.

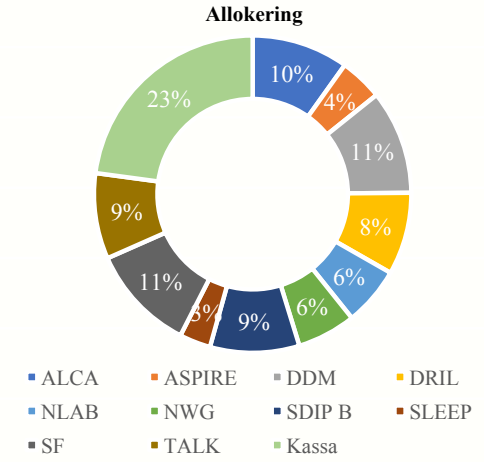
Ett Bear scenario indikerar en potentiell nedsida om 4,5 %. I ett Bear scenario estimeras satsningarna på EaaS och internationell expansion gå sämre, samtidigt som Bolaget tappar marknadsandelar i Sverige och USA. Omsättningstillväxten estimeras till 19,5 % respektive 1,8 % under 2018 och 2019. Bolagets EBIT-marginal förväntas fortfarande stärkas och uppgå till 8,4 % 2018 och 8,2 % 2019. Detta till följd av lägre etableringskostnader samt förvärvet, som dock antas ha lägre EBITDA-marginal än tidigare förmodat. Detta resulterar i en estimerad EV/EBIT om 15,7x under 2019, vilket sett till målmultipeln om 15,0x EV/EBIT ger en potentiell nedsida om 4,5 %.

Analyst Groups Portfölj

Aktie	Betyg (1 – 5)	Analysdatum	GAV (SEK)	Förändring (%)
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 17,8 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 8,3 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	10,0 %
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 8,5 %
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,75 kr	14,8 %
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	0,6 %
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 8,9 %
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 10,9 %
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 10,2 %
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	- 2,0 %

Utveckling	OMXS 30	AG Portföljen
1 Vecka	- 3,83 %	- 1,78 %
YTD	- 4,22 %	3,97 %
Sedan Start	- 7,61 %	5,31 %





Förvaltningskommentar

Veckan som gått

2018 har inletts med högre volatilitet än 2017. Många av de mindre bolagen dras med i denna volatilitet. Framöver tror vi att köptillfällen kan uppstå till följd av ökad volatilitet och står då redo för att använda portföljens kassa.

2018-03-21 meddelade DDM Holding att de förvärvar en skuldportfölj i Balkan från en ledande bank i regionen. Bruttovärdet av portföljen uppgår till cirka 240 miljoner euro. Av portföljvärdet är cirka 90 procent i Slovenien och Kroatien medan resten finns i Bosnien-Herzegovina och Montenegro.

2018-03-22 meddelade Stillfront att de släpper spelet Empire: Milenium Wars. Stillfronts Goodgame Studios kommer i nästa vecka att lansera spelet till både iOS och Android. Det första spelet under varumärket EMPIRE lanserades redan 2011 och sedan dess har spelen genererat mer än 880 miljoner dollar.

Aspire Global offentliggjorde 2018-03-21 att Bolaget emitterar ett seniort säkerställt obligationslån om 27,5 miljoner euro under en total ram om 80 miljoner euro. Bolaget avser att ansöka om notering av obligationerna på Nasdaq Stockholm. Räntan för obligationen uppgår till 7,0 % + 3 månaders Euribor.

Angler Gaming PLC

Stark vinstutveckling har gjort att marknaden fått upp ögonen för Angler Gaming efter några tröga börsår. Transparensen från ledning är dock bristfällig, samtidigt som estimerad tillväxt inte anses vara tillräcklig för att motivera uppsida. Bättre transparens hade kunnat vara till fördel och möjligen gett en annorlunda bild av Bolagets utsikter. Angler tilldelas med försiktighet ett aktiepris utifrån peers om 7,39 kr.

Opus Group AB

Omsättningstillväxten i Opus svenska verksamhet har under 2017 planat ut. Bolaget har dock erhållit tillstånd att bedriva bilprovings-verksamhet i Pakisktan, vilket tillsammans med tillväxt av den årliga intjäningen från Bolagets EaaS-produkter lagt en god grund för framtida tillväxt i övriga segment. Bolaget värderas under 2019 till 13,3x EV/EBIT, vilket givet en målmutipel om 15x EV/EBIT, ger en uppsida om 14,8 %.

Nordic Waterproofing Holding

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 targetmultipeln EV/EBIT 11x samt direktavkastning om 5 % motiveras på 12 månaders sikt en uppsida om 31 %.

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, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterpoofing.

Klas Danielsson äger aktier i: Drillcon, Nordic Waterproofing, TalkPool, och Stillfront Group.

Wilhelm Sondén äger aktier i: Drillcon, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Waterproofing och Aspire Global.

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