

PORTFÖLJEN

Nr 18, MARS 2018, V. 9

VECKANS UPPLAGA

DORO AB

Operationell hävstång och omfokusering av affärsmodell

Läs mer om Doro AB på *sida 3*

KNOWIT AB

Goda utsikter för fortsatt expansion

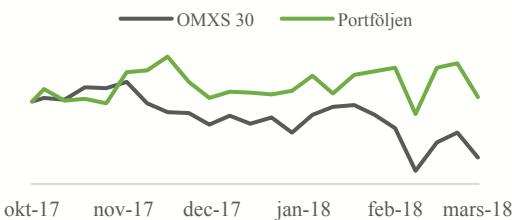
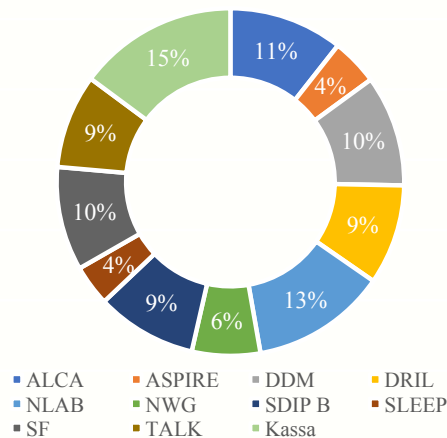
Läs mer om KnowIT AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Nordic Waterproofing, nytt innehav i portföljen”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 3,21 %	- 3,89 %
					YTD	- 3,38 %	- 0,30 %
					SEDAN START	- 6,80 %	+ 0,64 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 12,7 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 14,5 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	13,1 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 12,6 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,73 kr	- 4,4 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 14,5 %	Allokering 		
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 10,4 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 15,5 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	0,8 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	- 0,4 %			

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

DORO AB

Doro värderas idag till låga multiplar och har den senaste tiden omstrukturerat deras affärsfokus till Smartphones, mHälsö- och Telecarelösningar för att skapa ytterligare tillväxt och lönsamhet. Doro estimeras växa organiskt genom nya produktanseringar i Nordamerika och Europa. Baserat på en absolutvärdering, diskonterad kassaflödesanalys, estimeras en uppsida om 22,6 %.

KNOWIT AB

KnowIT skapar attraktiva helhetslösningar för kunder vilka står inför digitaliseringens utmaningar och har därigenom skapat ett brett kundnät bestående av b.l.a. H&M. Genom rekrytering av talangfulla konsulter skapas attraktiva intäkter i förhållande till lönekostnader. Med en motiverad EV/EBITDA-multipel om 10.5x, baserat på peers 2018E EBITDA, motiveras en uppsida om 13,5 %.



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/

DORO AB

ANALYTIKER: EMIL ERBING & JOHAN CISNEROS

ÖVERSIKT



Doro värderas idag till låga multiplar och har den senaste tiden omstrukturerat deras affärsfokus till Smartphones, mHälsa- och Telecarelösningar för att skapa ytterligare tillväxt och lönsamhet. Doro estimeras växa organiskt genom nya produktlanseringar i Nordamerika och Europa. Baserat på en absolutvärdering, diskonterad kassaflödesanalys, estimeras en uppsida om 22,6 %.

Doro AB ("Doro" eller "Bolaget") är verksamt inom telekommunikation, Telecare och mHälsa för seniorer. Bolaget verkar för närvarande inom: *Phone*, vilket utvecklar Feature- och Smartphones (86 % av nettoomsättning), och *Doro Care* som erbjuder trygghetslösningar för äldre och funktionsnedsatta (14 % av nettoomsättningen).

Doro omfokuserar affärsmodellen för mindre operationell risk. mHälsa och Telecare omfattar hälso- och sjukvårdsmetoder med användning av mobila och telekommunikativa medel. Med fler som använder smartphones och ökade krav av datatjänster, väntas mHälsa växa om 27 % till 56,8 mdUSD 2022E.¹ Doro har omstrukturerat deras affärsfokus genom att byta ut nyckelpersoner i bolagsledning, och ökat fokus inom segmenten Doro Care och Smartphone för att ta del av dessa marknader. Delsegmentet Featurephones karaktäriseras även av kortare produktcykler, hög konkurrens och kräver mycket produktutveckling. Detta har resulterat i försäljningssvårigheter för Feature-telefoner i Storbritannien de senaste kvartalen. På grund av denna höga konkurrens, estimeras försäljningen inom segmentet till 1,34 mdSEK för 2019E, vilket är 1 MSEK högre än nettoomsättningen 2017. Dock estimeras delsegmentet Smartphones till en nettoomsättningstillväxt om 15,7 % från 2017 till 2019E. Doro Care besitter även en gynnsam position inom mHälsa och kan med lyckade produktlanseringar skapa höga inträdesbarriärer på marknaden. Omfokusering till Smartphones och Doro Care dämpar därför operationell risk genom att vara mindre beroende av konkurrenters produktutbud.

Doros operationella hävstång ligger inom Phonesegmentet. Segmentet Phones bidrag till nettoförsäljningen är i dagsläget kritisk för Bolagets affärsmodell. Phonesegmentet innehar underliggande operationella kostnader och F&U-kostnader som förhåller sig konstanta. Detta innebär att t.ex ökningar i nettoomsättning påverkar Bolagets EBITDA-marginaler positivt, och skapar en operationell hävstång. Å andra sidan, påverkas Bolagets bruttomarginal av Doro Cares nettoomsättning. Detta illustrerar de lägre rörliga kostnaderna som finns inom Doro Care och skapar attraktiva marginaler för ett större operationellt fokus inom Doro Care. Med en större andel av nettoomsättning genererad från Doro Care, minskas därav den operationella hävstången, men genererar fortfarande starka EBITDA-marginaler. Idag utgör dock Doro Cares försäljning 14 % av nettoomsättningen, därav påverkas inte EBITDA-marginalerna på ett uppenbart sätt av Doro Cares försäljning. Doros operationella hävstång illustreras i grafen i nästa kolumn genom respektive kvartals nettoomsättning och EBITDA-marginal.

¹ Research2Guidance. mHealth Developer Economics 2017 Status and Trends.

NUVARANDE KURS

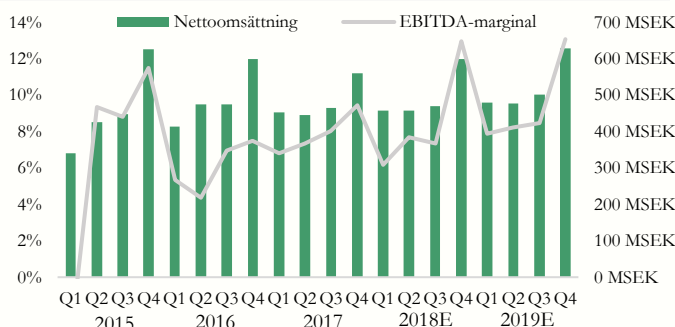
42,4 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

36,2 kr

52,0 kr

62,5 kr



I ett Base scenario indikerar diskonterad kassaflödesanalys (DCF) en uppsida om 22,6 %. WACC har beräknats till 5,58 % med en kostnad för eget kapital om 9,08 %, och oändlighetstillväxten antas till 2 %. Framgent förväntas Doro Care växa som snabbast, en tillväxt om 38 % till 2019E, och utgöra 18 % av nettoomsättningen jämfört med 14 % 2017. Hela Doros omsättningstillväxt om 8 % till 2019E härstammar från nya produktlanseringar, omsättningssynergier mellan segment samt ökad efterfrågan på Bolagets befintliga produkter i Sverige, Storbritannien och Centraleuropa. Samtidigt estimeras Doro förbättra sin EBIT-marginal till 6,9 % 2019E relativt till 4,7 % 2017, baserat på konstanta F&U-kostnader, operationella kostnader samt fortsatt utveckling av konkurrenskraftiga produkter inom Phonesegmentet.

I ett Bull scenario förväntas en kraftig försäljningsökning genereras från lyckade produktlanseringar inom Phones och Doro Care. 2019E estimeras nettoomsättning öka från 12,9 % till 2 172 MSEK. Detta leder till en EBIT-marginal om 8,7 % och ett motiverat värde per aktie om 62,5 SEK, vilket resulterar i en potentiell uppsida om 47,5 %.

I ett Bear scenario prognostiseras ett större kostnadsbehov inom F&U samt avtagande försäljningsökning. Detta resulterar i en lägre EBIT-marginal om 5,2 % 2019E med en nettoomsättningstillväxt på 5,9 %. Därav motiveras ett aktiepris om 36,2 SEK och en potentiell nedsida om 14,6 %. Känslighetsanalysen nedan illustrerar hur WACC och EBIT-marginal påverkar indikativt aktiepris.

		EBIT marginal (%)				
WACC (%)	SEK	4	5	6	7	8
	4,5	16,6	36,3	56,0	75,8	95,5
	5,0	12,4	27,7	43,1	58,5	73,8
	5,5	9,4	21,7	34,0	46,4	58,7
	6,0	7,2	17,3	27,4	37,5	47,6
	6,5	5,6	14,0	22,4	30,8	39,2
	7,0	4,3	11,4	18,4	25,5	32,6

KNOWIT AB

ANALYTIKER: JOHAN CISNEROS & EMIL ERBING

ÖVERSIKT

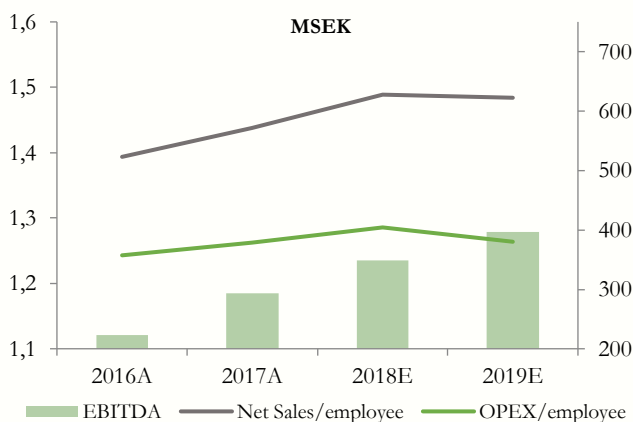


KnowIT skapar attraktiva helhetslösningar för kunder vilka står inför digitaliseringens utmaningar och har därigenom skapat ett brett kundnät bestående av b.l.a. H&M. Genom rekrytering av talangfulla konsulter skapas attraktiva intäkter i förhållande till lönekostnader. Med en motiverad EV/EBITDA-multipel om 10,5x, baserat på peers 2018E EBITDA, motiveras en uppsida om 13,5 %.

KnowIT AB ("KnowIT" eller "Bolaget") är en IT-konsult inom webbutveckling, systemutveckling samt strategiska frågor. KnowIT skapar unika kundvärden i en värld av accelererande digitalisering genom tre verksamhetsgrenar: *Experience* (22 %), *Insight* (12 %) och *Solutions* (66 % av nettoomsättningen).

Större projekt och lägre genomsnittliga lönekostnader gynnar EBITA. Med expansion kommer integrationsrisker, vilka kan resultera i en dämpad produktivitet och försäljning per konsult. Samtidigt förväntas konsumtion av digitala tjänster globalt växa från 866 mdUSD 2015 till 1030 mdUSD 2019.¹ Detta resulterar i en högre beläggingsgrad för IT-konsulter och KnowIT estimeras att nå en nettoomsättning per konsult om 1,59 MSEK 2019E, jämfört med 1,45 MSEK 2017, vilket motsvarar en tillväxt om 8,3 %. KnowITs kunder kommer från olika industrier, b.l.a. H&M, Handelsbanken, Nordea och Volvo Cars. Med 33 % av KnowITs nettoomsättning från den offentliga sektorn och ökad efterfrågan av digitaliseringstjänster överlag, antas projektens omfattning öka.

Goda utsikter för fortsatt expansion med ett högfrekvent rekryteringsprogram såväl som för förvärvsstrategin. KnowIT har blivit rankad som den bästa IT-konsulten att arbeta för av employer branding-företaget Universum, och kan därmed förhoppningsvis attrahera och rekrytera de mest talangfulla konsulterna. Detta innebär att Bolaget skulle kunna förbättra dess försäljning per anställd och därmed förbättra EBITDA-marginalerna, som estimeras till 14,5 % för 2019E jämfört med till 10,7 % för 2017. Med detta i beaktning samt en låg skuldsättning i förhållande till EBITDA (Net Debt/EBITDA $\approx$ 0) som möjliggör förvärv, skapas möjligheter för ytterligare expansion. Sammantaget bedöms förvärv i storleken om 550 MSEK vara rimligt med Bolagets uttryckta finansiella mål.



¹ Statista. IT services spending forecast worldwide 2008-2019.

NUVARANDE KURS

166,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

123,5 kr

188,4 kr

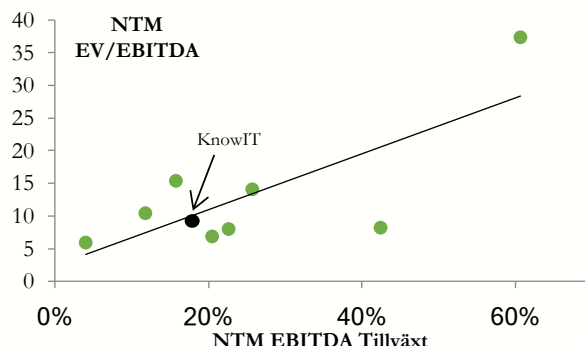
256,9 kr

I ett Base scenario anses KnowIT upprätthålla dess fokus på en hög rekryteringsgrad av konsulter, men i lägre takt än tidigare, vilket resulterar i ytterligare 196 anställda till 2019E. Trots att inga förvärv förväntas i detta scenario estimeras en nettoomsättning om 3,00 mdSEK och 3,11 mdSEK för 2018E respektive 2019E (9,6 % och 3,9 % omsättningstillväxt). En hög rekryteringstakt och ytterligare behov av digitaliserade lösningar skapar marginalförbättringar då OPEX per konsult minskar och försäljning per konsult ökar. Vidare estimeras EBITDA om 396,8 MSEK och en EBITDA-marginal om 12,8 %.

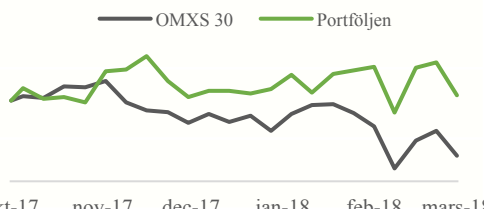
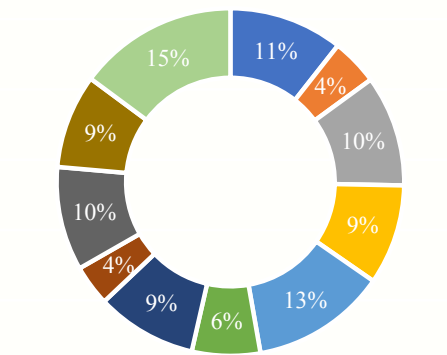
I ett Bull scenario är den främsta drivaren ett förvärv om 300 MSEK i storlek. Detta med hänsyn till en rimlig skuldsättning för Bolaget där förvärvet görs med liknande multiplar som Require blev förvärvade under Q4 2017 för 16,2 MSEK. Detta förvärv möjliggör en ytterligare nettoomsättningstillväxt till 3,35 mdSEK 2018E, vilket resulterar i en tillväxt om 22,4 % YoY. Samtidigt estimeras en OPEX per konsult till 1,04 MSEK i jämförelse med en nettoomsättning om 1,12 MSEK. Detta resulterar i en EV/EBITDA-multipel om 13,73 och en uppsida om 54,8 % 2018E.

I ett Bear scenario estimeras KnowIT till att få det svårt med att bevara den höga rekryteringstakten. Nettoomsättningens tillväxt försvagas på grund av minskad efterfrågan av digitaliserade tjänster. Detta estimeras därför till 3,08 mdSEK, vilket är 3 % ökning för nettoomsättning 2019E. Vidare förväntas lägre efterfrågan från offentliga sektorn samt högre OPEX per konsult om 1,36 MSEK. En EV/EBITDA-multipel om 7,2 indikerar en nedsida om 25,6 % 2018E.

Värderingen baseras på en regressionsanalys, vilket underbyggs av peers med liknande tjänster och marknadsposition, deras EV/EBITDA-multipel och estimerad EBITDA-tillväxt. Detta innebär att en motiverad target multipel blir 10,5x i ett Base scenario. Detta indikerar en uppsida om 13,5 % för 2018E samt 29,3 % 2019E, relativt till dagens värdering.



ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 3,21 %	- 3,89 %
					YTD	- 3,38 %	- 0,30 %
					SEDAN START	- 6,80 %	+ 0,64 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 12,7 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 14,5 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	13,1 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 12,6 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,73 kr	- 4,4 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 14,5 %	Allokering 		
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 10,4 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 15,5 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	0,8 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	- 0,4 %			

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I veckan som gått har två av portföljens innehav rapporterat sina Q4-rapporter, där Nordic Leisure och DDM Holding rapporterade i tisdags respektive onsdags. Vidare köptes Nordic Waterproofing in till portföljen och innehavet i Nordic Leisure utökades. I slutet av veckan föll en majoritet av världens aktiemarknader till följd av Donald Trumps uttalande om handelsprotektionism. Vidare medförde Jerome Powells uttalande, om den amerikanska ekonomin, oro om inflation och åstramande centralbankspolitik.

Nordic Leisure kom in med en stark rapport som visade på en tillväxt om 63,3 % under fjärde kvartalet. Vidare stärktes EBITDA-marginalen till 34,7 % (1,8 %). För helåret uppgick nettoomsättningen till 23,47 MEUR (16,14 MEUR) motsvarande en tillväxt om 57,9 %. EBITDA-marginalen uppgick till 28,7 % (9,0 %) för helåret. Nordic Leisures VD, Peter Åström, guidar om att de under 2018 kommer etablera sig på nya reglerade marknader. Analyst Group är fortsatt positiv till Nordic Leisure och tycker att värderingen är attraktiv samt ser triggers i potentiella förvärv under 2018.

DDM Holdings rapport kom in något under Analyst Group förväntningar. Net collections uppgick till 12,7 MEUR (10,4 MEUR) och EBITDA ökade till 11,2 MEUR (8,7 MEUR) i fjärde kvartalet, vilket var något under vår förväntan. Analyst Group ställer sig fortsatt positiva till DDM Holding och tycker att värderingen är låg. Därmed behålls Bolaget i portföljen då en fortsatt uppvärdering under 2018 bedöms rimlig.

DORO AB

Doro värderas idag till låga multiplar och har den senaste tiden omstrukturerat deras affärsfokus till Smartphones, mHälsa- och Telecom-lösningar för att skapa ytterligare tillväxt och lönsamhet. Doro estimeras växa organiskt genom nya produktlanseringar i Nordamerika och Europa. Baserat på en absolutvärdering, diskonterad kassaflödes-analys, estimeras en uppsida om 22,6 %.

KNOWIT AB

KnowIT skapar attraktiva helhetslösningar för kunder vilka står inför digitaliseringens utmaningar och har därigenom skapat ett brett kundnät bestående av b.l.a. H&M. Genom rekrytering av talangfulla konsulter skapas attraktiva intäkter i förhållande till lönekostnader. Med en motiverad EV/EBITDA-multipel om 10,5x, baserat på peers 2018E EBITDA, motiveras en uppsida om 13,5 %.

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

Johan Cisneros äger aktier i: Drillcon och Stillfront.

Emil Erbing äger aktier i: Stillfront

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.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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