

PORTFÖLJEN

Nr 19, Mars 2018, v. 10

VECKANS UPPLAGA

CIMCO MARINE AB

***First mover advantage* på marknaden för dieselmotombordare**

Läs mer om Cimco Marine AB på *sida 3*

NRC GROUPO ASA

Visibilitet och ocyklisk marknad sänker riskprofilen

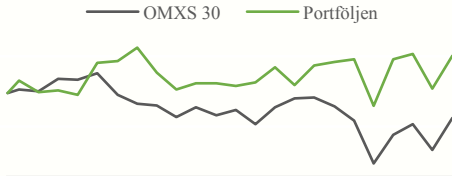
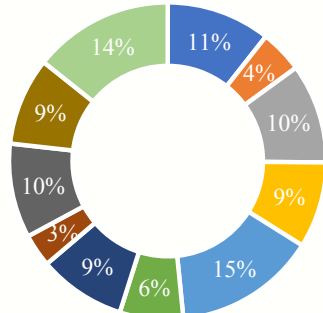
Läs mer om NRC Group på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Köptillfällen kan uppstå till följd av ökad volatilitet ”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	4,14 %	3,86 %
					YTD	0,62 %	3,19 %
					SEDAN START	- 2,94 %	4,52 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 14,6 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 12,9 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	17,4 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 7,1 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,75 kr	14,4 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 11,5 %			
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 11,5 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 11,9 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 6,1 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	4,9 %			

okt-17 nov-17 dec-17 jan-18 feb-18 mars-18

Allokering

■ ALCA ■ ASPIRE ■ DDM ■ DRIL
 ■ NLAB ■ NWG ■ SDIP B ■ SLEEP
 ■ SF ■ TALK ■ Kassa

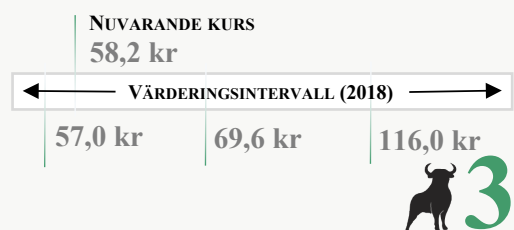
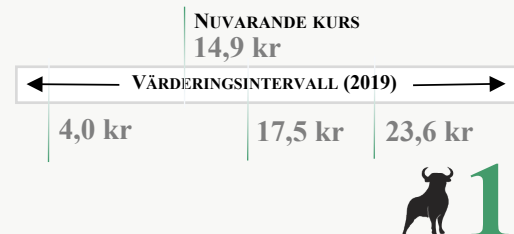
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

CIMCO MARINE AB

Cimco Marine är i dagsläget den enda aktören med färdigutvecklade dieselutombordare lämpade för kommersiellt bruk. Under 2018 förväntas Bolaget kunna höja sin produktionskapacitet för att möta den höga efterfrågan. Antal sålda motorer förväntas uppgå till 1033 stycken 2019E, motsvarande en omsättning om 362 MSEK. Givet en multipel om EV/Sales 1,35x motiveras en uppsida om 18 % på 2019 års prognos.

NRC GROUP ASA

Sveriges nya nationella transportplan föreslår kraftigt ökade investeringar i järnvägar, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-2029, till följd av en stark marknadsposition väntas NRC kunna kapitalisera på detta. Efter konsolidering av förvärv och marginalexpansion förväntas EBIT växa 48 % 2018E. Targetmultipeln om EV/EBIT 13,5x samt en direktavkastning om 3 % motiverar en totalavkastning om 23 % på 2018E.



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/

CIMCO MARINE AB

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



Cimco Marine är i dagsläget den enda aktören med färdigutvecklade dieselutombordare lämpade för kommersiellt bruk. Under 2018 förväntas Bolaget kunna höja sin produktionskapacitet för att möta den höga efterfrågan. Antal sålda motorer förväntas uppgå till 1033 stycken 2019E, motsvarande en omsättning om 362 MSEK. Givet en multipel om EV/Sales 1,35x motiveras en uppsida om 18 % på 2019 års prognos.

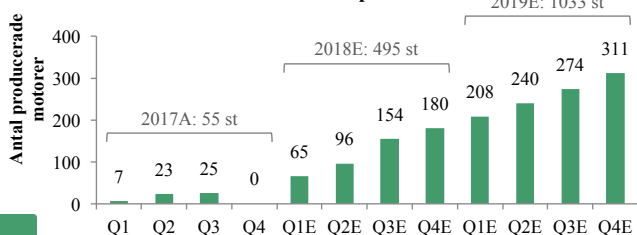
Cimco Marine AB ("Cimco Marine" eller "Bolaget") är en svensk utvecklare och tillverkare av dieselutombordare. Bolagets produktlinje av motorer, Oxe Diesel, sträcker sig mellan 100-400HK och riktar sig primärt mot kommersiella kunder (exempelvis sjöräddning och kustbevakning). Cimco Marine marknadsför sina produkter via ett globalt distributörsnätverk.

Dieselmotorer är ett bättre alternativ gentemot bensinmotorer vid kommersiellt bruk. Den primära fördelen med dieselmotorer är att de är mer bränslesnåla jämfört med bensindrivna motsvarigheter, vilket dels sänker motorns förbrukningskostnader men även ökar dess räckvidd. Motorerna är även mer hållbara, kräver mindre frekvent service samt har en längre livslängd. Dessa egenskaper gör att dieselmotorer har en tydlig konkurrensfördel mot konventionella bensinutombordare vid kommersiellt bruk. Cimco Marine bedömer bland annat att deras 200HK-motorer har en livslängd som är 3 gånger längre och har driftkostnader som är hälften så stora som för motsvarande bensinutombordare.

First mover advantage på marknaden för dieselutombordare. Bolagets primära produktfokus ligger på tyngre dieselutombordare med en effekt om 100-400HK. Trots tidigare nämnda fördelarna med dieselmotorer finns det i dagsläget inga aktörer med färdiga konkurrerande produkter. Detta hänförs till att den konventionella utombordartekniken inte klarar av det höga vridmoment som dieselmotorer genererar. 2019 väntas däremot Cox Marine nå marknaden med en direkt konkurrerande motor. Utöver detta väntas även större konkurrenter som Yamaha och Brunswick (Mercury) lansera alternativ.

Produktionskapaciteten förväntas öka för att möta hög efterfrågan. I slutet av 2017 stoppades produktionen, till följd av att ett fel upptäckts i en av motorerna, och i Q4 2017 uteblev följaktligen försäljningen. Under 2018 har produktionen återupptagits. Per den 23 februari har Bolaget producerat 4,3 motorer per vecka jämfört med det mest produktiva kvartalet 2017 vilket innebar 1,9 per vecka. Cimco Marine har ett nätverk av 18 distributörer och totalt över 800 återförsäljare. Efterfrågan från dessa är hög och 2018 har Bolaget bundit sig att leverera 1 100 motorer. För att möta den höga efterfrågan förhandlar Bolaget med kontraktsprouducenter som kan bistå med ytterligare produktionskapacitet.

Produktion per kvartal



Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

NUVARANDE KURS

14,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2019E)

4,0 kr

17,5 kr

23,6kr

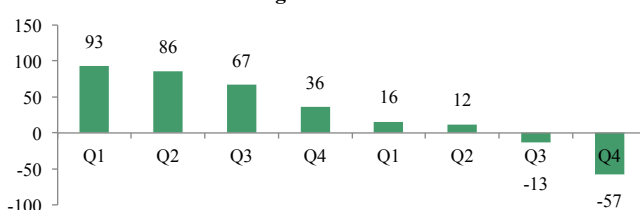
Fortsatta produktionsstörningar utgör största risken. 2017 uppstod problem med Bolagets motorer, vilket medförde att sålda enheter behövde återkallas, samt att produktionen stoppades. Fortsatta produktionsstörningar utgör därmed en tydlig riskfaktor. Då konkurrensen väntas tillta kraftigt på drygt ett år sikt kommer Bolaget således även tappa det försprång som existerar idag.

I ett Base Scenario förväntas Cimco Marine sälja 1 033 motorer 2019E, vilket kan sättas i relation till Bolagets mål att sälja 2000 motorer 2018. Givet ett genomsnittligt försäljningspris om 350 tSEK motsvarar det en omsättning om 362 MSEK. Till följd av utökad produktion estimeras bruttomarginalen uppgå till 28,1 % 2019E. EBITDA-marginalen estimeras till 4,1 % 2019E, motsvarande EBITDA om 14,8 MSEK. Givet en långsiktig EBITDA-marginal om 15 % och EV/EBITDA om 9x motiveras en EV/SALES om 1,2x. Detta implicerar ett EV om 488 MSEK 2019E. Nettoskuden estimeras 17A-19E öka från -30,6 MSEK till 30,4 MSEK. Bolaget estimeras nå positivt operativt kassaflöde vid slutet av 2018. Justerat för nettoskuden 2019E motiveras ett värde per aktie om 17,5 kr, motsvarande en uppsida om 18 %.

I ett Bull Scenario förväntas produktionskapaciteten kunna öka och Bolaget väntas kunna sälja 1 232 motorer 2019E. Givet samma försäljningspris motsvarar det en omsättning om 431 MSEK. Bruttomarginalen estimeras till 28,6 % och EBITDA-marginalen till 5,6 %. Givet EV/SALES om 1,5x motiveras ett värde per aktie om 23,6 kr, motsvarande en uppsida om 58 %.

I ett Bear Scenario förväntas bolaget ha fortsatta produktionsproblem till följd av tekniska problem. 2019E förväntas Bolaget kunna sälja 330 motorer. Givet samma försäljningspris motsvarar det en omsättning om 116 MSEK. Den lägre produktionsvolymen gör att bruttomarginalen 2019E estimeras uppgå till 21 %. Efter 2019 väntas även konkurrensen tillta kraftigt vilket medför väsentligt sämre framtidsutsikter. En EV/Sales om 1,35x ger ett motiverat värde per aktie om 4,0 kr, motsvarande en nedsida om 73 %. Vidare estimeras Bolagets kassa, i Bear scenario, vara negativ Q3 2019, vilket skapar en signifikant nyemissionsrisk. Bolagets *burn rate* hänförs till höga operativa kostnader, kapitaliserade utvecklingskostnader samt räntebetalningar på dess obligation.

Utveckling kassa Bear scenario



NRC GROUP ASA

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



Sveriges nya nationella transportplan föreslår kraftigt ökade investeringar i järnvägar, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-2029, till följd av en stark marknadssituation väntas NRC kunna kapitalisera på detta. Efter konsolidering av förvärv och marginalexpansion förväntas EBIT växa 48 % 2018E. Targetmultipeln om EV/EBIT 13,5x samt en direktavkastning om 3 % motiverar en totalavkastning om 23 % på 2018E.

NUVARANDE KURS

58,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2018E)

57,0 kr

69,6 kr

116,0 kr

NRC Group ASA ("NRC" eller "Bolaget") är en nordisk koncern verksamma inom underhåll och konstruktion av järnväg. NRC utgör en helhetsleverantör av samtlig infrastruktur kopplad till järnväg, där exempelvis grundarbete, säkerhet och telekommunikation ingår. Bolaget har ca 70 % av sin verksamhet i Sverige och 30 % i Norge. Ordervärden genereras primärt via offentliga upphandlingar med myndigheter.

Tillväxttakt på huvudmarknad väntas öka till 7 % från tidigare 1 %. Den svenska järnvägen har under en längre period varit underfinansierad och har idag stora upprustningsbehov. Trafikverket föreslår i den nya nationella transportplanen, 2018-2029, att öka budgeten för vidmakthållning med 47 %, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-29.¹ Detta kan jämföras med den historiska tillväxten om drygt 1 %. Den norska motsvarigheten har föreslagit att öka budgeten för nyinvesteringar med 50 % 2018-2029. Vidare pågår det i Norge diskussioner om att privatisera underhållet av järnväg. Vid en privatisering skulle den adresserbara markanden i Norge öka avsevärt, vilket kan betraktas som en tillväxtoption i Bolaget.

Brett tjänsteutbud väntas utgöra en konkurrensfördel. Under 2018 inleds processen med att EU-standardisera signalsystemen i Sverige och Norge, vilket innebär att alla signalsystem ska bytas ut. Således väntas signalsystem vara den marknadsnisch med högst tillväxt kommande år. 2017 förvärvades Norges marknadsledande leverantör av ellösningar till järnvägar, NRC bedöms därför vara positionerade för att ta del av den stigande tillväxten. Vidare är NRC den enda aktören på markanden som tillhandahåller alla tjänster vid järnvägsarbeten. Detta bedöms utgöra en konkurrensfördel för att bli huvudentreprenör vid upphandlingar.

Låg nettoskuld ger fortsatta förvärvsmöjligheter. Under 2017 genomfördes fyra förvärv, dessa uppskattas ha bidragit med en omsättningstillväxt om 20 % 2017. Fortsatt konsolidering av dessa väntas bidra 13 % 2018E. Förvärven har skett till en genomsnittlig EV/EBIT om ca 7,0x, att jämföra med NRC:s värdering om 16,6x. Nettoskuld/EBITDA uppgår 2017A till 0,1x och förväntas sjunka till -0,5x 2019E. Givet en målsättning om nettoskuld/EBITDA om 2,0x kan Bolaget förvärva för 428 MSEK. Med en antagen genomsnittlig förvärvsmultiplikation om 7,5x innebär en maximal förvärvad EBIT-tillväxt om 38 %.

Visibilitet och ocyklisk marknad sänker riskprofilen. Den underliggande framtida marknadstillväxten är i stor utsträckning redan specificerad genom den nya nationella transportplanen. Vidare är NRC:s kunder primärt offentliga aktörer. Då stater och myndigheter i liten utsträckning tar hänsyn till konjunkturen vid budgetering bedöms marknaden som mer ocyklisk. Dessa två faktorer bedöms sänka risken i Bolaget.

Ökad konkurrens och förlorade upphandlingar utgör största riskerna. De ökade investeringarna i järnvägar har medfört ett ökat intresse från flera håll. Bland annat så har större aktörer från Danmark och norra Tyskland börjat konkurrera om upphandlingar i södra Sverige. Fler etablerade aktörer skulle göra det svårare att vinna upphandlingar och även pressa marginalerna. Vidare är NRC mycket beroende av att vinna större upphandlingar som vanligtvis sträcker sig över flera år. Detta medför att Bolagets omsättning skulle kunna drabbas kraftigt negativt om upphandlingar bortfaller.

I ett Base scenario estimeras NRC växa 8 % organiskt. Kombinerat med konsolidering av förvärv estimeras en total omsättningstillväxt om 21 %. EBIT-marginalen förväntas öka från 6,3 % 2017A till 7,6 % 2018A. Detta hänförs till kostnads-synergier från förvärv samt skalfördelar genom högre aktivitet.

Finansiell prognos	2017A	2018E	2019E
Omsättning, MSEK	2373	2882	3083
Tillväxt	20 %	21 %	7 %
EBIT, MSEK	149	220	241
EBIT-marginal	6,3 %	7,6 %	7,8 %
EV/EBIT	16,6x	11,2x	10,3x
Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-0,2x	-0,5x

Det finns två renodlade noterade peers i form av danska Per Aarsleff Holding och Railcare Group. Dessa handlas till en EV/EBIT om 12,3x respektive 33,0x. Givet de mer gynnsamma marknadsförutsättningarna för NRC motiveras en EV/EBIT om 13,5x, vilket innebär en premie mot Per Aarsleff Holding.

I ett Bull scenario väntas NRC genom större framgång vid upphandlingar kunna växa organiskt med 10 %. EBIT-marginalen estimeras 2018E uppgå till 8 % till följd av ytterligare synergier.

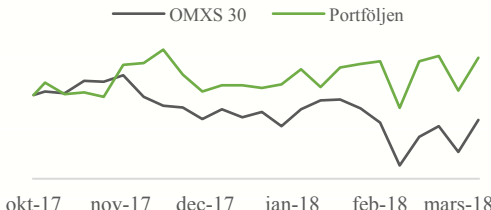
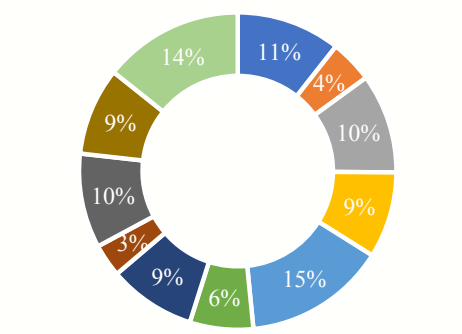
I ett Bear scenario estimeras en organiskt tillväxt om 5 % hänfört till ökad konkurrens. Detta väntas även påverka marginalerna för kommande upphandlingar. EBIT-marginalen estimeras 2018E uppgå till 6 %. Då stora delar av 2018 års intjänning redan är upphandlade väntas ökad konkurrensen påverka nästkommande år än mer negativt, därav motiveras en lägre targetmultiplikation.

Scenario	EBIT 18E	Target-multiplikation	Motiverat aktiepris	Direkt-avkastning	Total-avkastning
Base	220 MSEK	13,5x	69,6	3 %	23 %
Bull	234 MSEK	14,5x	79,6	3 %	40 %
Bear	196 MSEK	12,0x	47,1	3 %	-16 %

Värderingen tar inte hänsyn till eventuella förvärv som skulle kunna utgöra en ytterligare uppsida.

1. Trafikverket, 2017, Förslag till nationell plan för transportsystemet 2018-2029. [länk](#)

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	4,14 %	3,86 %
					YTD	0,62 %	3,19 %
					SEDAN START	- 2,94 %	4,52 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 14,6 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 12,9 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	17,4 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 7,1 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,75 kr	14,4 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 11,5 %			
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	- 11,5 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 11,9 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 6,1 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,50 kr	4,9 %			

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I slutet av veckan steg en majoritet av världens aktiemarknader till följd av bl.a. arbetsmarknadsstatistik från USA i fredags. Arbetslösheten uppgick till 4,1 % och 313 000 nya jobb skapades i februari. Till skillnad från januari överraskade löneinflationen med att vara lägre än väntat, vilket var drivande data för uppgången. Investerare såg detta som ett tecken att sysselsättningen kan fortsätta öka utan att löneinflationen blir för hög.

I veckan som gått har inga förändringar gjorts i portföljens innehav. 2018 har inletts med högre volatilitet än 2017. Många av de mindre bolagen dras med i denna volatilitet. Framöver tror vi att köptillfällan kan uppstå till följd av volatilitet och står då redo för att använda portföljens kassa om 15 370 SEK (14 %).

2018-03-01 förvärvade Nordic Waterproofing 75 procent av aktierna i det norska företaget Ringsaker Vegg- og Takelementer (RVT) som tillverkar prefabricerade fasadelement i trä till byggindustrin. Bolaget har en årlig försäljning på omkring 100 miljoner kronor. Köpeskillingen uppgår till 38 miljoner kronor på kassa- och skuldfri basis. Analyst Group är fortsatt positiva till Nordic Waterproofing och tycker att värderingen är attraktiv, samt ser triggers i förvärv.

DORO AB

Cimco Marine är i dagsläget den enda aktören med färdigutvecklade dieselutombordare lämpade för kommersiellt bruk. Under 2018 förväntas Bolaget kunna höja sin produktionskapacitet för att möta den höga efterfrågan. Antal sålda motorer förväntas uppgå till 1033 stycken 2019E, motsvarande en omsättning om 362 MSEK. Givet en multipel om EV/Sales 1,35x motiveras en uppsida om 18 % på 2019 års prognos.

NRC GROUP ASA

Sveriges nya nationella transportplan föreslår kraftigt ökade investeringar i järnvägar, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-2029, till följd av en stark marknadsposition väntas NRC kunna kapitalisera på detta. Efter konsolidering av förvärv och marginalexpansion förväntas EBIT växa 48 % 2018E. Targetmultipeln om EV/EBIT 13,5x samt en direktavkastning om 3 % motiveras en totalavkastning om 23 % på 2018E.

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

Jakob Lembke äger aktier i: Aspire Global, Sdiptech, Stillfront Group, Nordic Waterproofing Holding, DDM Holding, Alcadon Group.

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