

PORTFÖLJEN

Nr 24, APRIL 2018, v. 16

VECKANS UPPLAGA

FORMPIPE SOFTWARE AB

Strategiskifte mot molnlösningar

Läs mer om Formpipe Software AB på *sida 3*

FM MATTSSON MORA GROUP AB

Stark och bred produktportfölj ger konkurrensfördelar

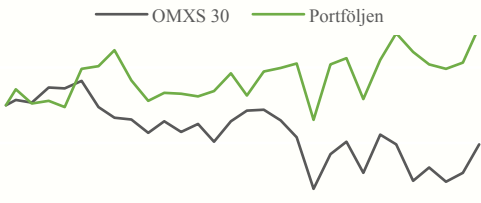
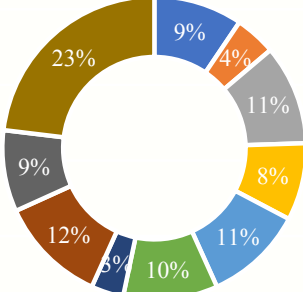
Läs mer om FM Mattsson Mora Group AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

Nordic Waterproofing förvärvar Veg Tech

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	3,01 %	3,47 %
					YTD	- 0,46 %	6,51 %
					SEDAN START	- 3,98 %	7,88 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 17,3 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 5,7 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	7,9 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 7,1 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	9,0 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	8,9 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 8,9 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 0,6 %			
Nordic Waterproffing	3	2018-02-16	73,12 kr	5,4 %			

kt-17 nov-17 dec-17 jan-18 feb-18 mars-18 apr-18
Allokering

ALCA ASPIRE DDM DRIL NLAB
NWG SLEEP SF TALK Kassa

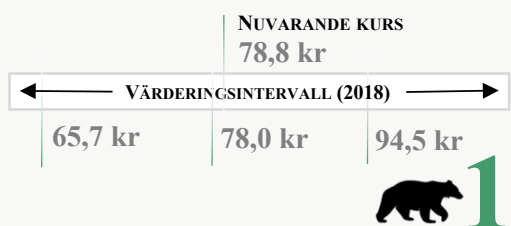
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

FORMPIPE SOFTWARE AB

Formpipe går mot att sälja sina tjänster som en molnlösning, från att tidigare ha krävt installationer på plats. Skalbarheten i den nya affärsmodellen väntas få en positiv inverkan på Bolagets lönsamhet. Samtidigt väntas efterfrågan på ECM-lösningar tillta till följd hårdare regulatoriska krav på data- och informationshantering. I ett Base scenario estimeras på 12 månaders sikt en totalavkastning om 14,7 %.

FM MATTSON MORA GROUP AB

FM Mattsson är den ledande aktören på blandarmarknaden (kranar och termostat) i Norden med marknadsandel om 33 %. Bolaget väntas framgent tappa marknadsandelar på huvudmarknaden Norden till följd av prispress och risker på byggmarknaden där Bolaget estimeras växa med 0,5 % CAGR 2018E-2020E. Samtidigt estimeras Bolaget uppnå en lägre EBIT-marginal om 7,4 % 2020E, motsvarande en minskning om 0,9 procentenheter från 2017.



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/

FORMPIPE SOFTWARE AB

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT



Formpipe går mot att sälja sina tjänster som en molnlösning, från att tidigare ha krävt installationer på plats. Skalbarheten i den nya affärsmodellen väntas få en positiv inverkan på Bolagets lönsamhet. Samtidigt väntas efterfrågan på ECM-lösningar tillta till följd hårdare regulatoriska krav på data- och informationshantering. I ett Base scenario estimeras på 12 månaders sikt en totalavkastning om 14,7 %.

Formpipe Software AB ("Formpipe" eller "Bolaget") är ett svenskt mjukvarubolag som erbjuder lösningar inom *Enterprise Content Management* ("ECM"). Bolaget vänder sig primärt mot offentliga aktörer och större bolag och erbjuder tjänster för hantering av dokument och information. Majoriteten av kunderna återfinns i Norden men även i övriga Europa och Nordamerika.

50 % återkommande intäkter ger stabilitet. Formpipes primära försäljning består av licensintäkter för de ECM-system som tillhandahålls till kunderna. Då implementering av nya interna system är kostsamt medför det att majoriteten av kunderna förnyar sina licenser, vilket skapar en stabil återkommande intäktsström för Bolaget. 2017 uppgick de återkommande intäkterna till 50 %.

Övergång till att erbjuda molntjänst väntas på sikt öka lönsamheten. Från att tidigare enbart sålt lösningar som kräver fysiska installationer hos kunden, har Formpipe under 2017 övergått till att i större utsträckning sälja systemen som en molnbaserad lösning, Software as a Service ("SaaS"). Under 2017 gjordes 110 SaaS-affärer jämfört med 35 stycken under 2016. Totalt sett utgjorde SaaS-försäljningen 35 % av nyförsäljningen. En molnbaserad affärsmodell medför lägre personalbehov för varje enskild kund och fokus läggs istället på produktutveckling och Bolagets interna plattform. Detta väntas få positiv effekt på Formpipes marginaler i takt med att antalet SaaS-kunder ökar. Skiftet i affärsmodell medför även att intäkterna periodiseras över användningsperioden för kunden och redovisas inte direkt när licensiering sker. Således medför anskaffning av nya kunder initialt lägre intäkter mot den tidigare affärsmodellen. Formpipe bedömer själva att omsättningen skulle vara 23 MSEK högre, motsvarande ytterligare 6 % tillväxt, om de intäktsfört med den tidigare modellen.

SaaS-markanden väntas växa med CAGR 19 % till 2020. Den globala ECM-marknaden förväntas växa med en CAGR om drygt 8 % 2015-2020. Tillväxten drivs i stor utsträckning av SaaS-lösningar som väntas växa med 19 % CAGR 2015-2020.¹ Vidare gynnas marknadsförutsättningarna av trender där högre krav ställs på hantering av data och dokumentation. Ett exempel är förordningen från EU, GDPR, som träder kraft maj 2018, vilken reglerar och ställer högre krav på företags hantering och lagring av personuppgifter. Detta väntas medföra större investerings-behov i datalagringssystem vilket bidrar positivt till efterfrågan på Formpipes produkter.

Långa avtalsprocesser och fäkundsberoende. En betydande del av Formpipes kunder utgörs av offentliga institutioner. Detta medför att Bolaget måste delta i offentliga upphandlingar och processer kan bli långdragna. En effekt av detta är att nya kunder

NUVARANDE KURS

14,15 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2019)

9,73 kr

15,74 kr

19,14 kr

kan tillkomma långsamt vilket slår mot tillväxten. Vidare vänder sig Bolaget även mot stora aktörer och ett mindre antal kunder antas utgöra en stor del av omsättningen. Ett bortfall från någon av dessa kunder skulle kunna få betydande negativa effekter. 2017 utgjorde Bolagets största kund 22 % av omsättningen.

I ett Base scenario väntas Formpipe fortsatt öka antalet SaaS-kunder. Omställningen av affärsmodell och den tilltagande efterfrågan på ECM-tjänster väntas ligga till grund för att tillväxttakten tilltar. Vidare väntas även ökat antal kunder leda till att EBIT-marginalen ökar från 9,6 % 2017 till 12,0 % 2020E.

MSEK	2017A	2018E	2019E
Omsättning	390	410	438
Omsättningstillväxt	3,0 %	5,0 %	7,0 %
EBIT	38	43	53
EBIT-marginal	9,6 %	10,4 %	12,0 %
EV/EBIT	19,7x	17,5x	14,1x

Värderingen baseras på ett års framåtblickande EV/EBIT för en peer-grupp av mjukvarautvecklare. Snittet för peer-gruppen om 15,7x 2018E ger applicerat på Formpipes EBIT 2019E ett motiverat värde per aktie om 15,74 kr 2018E. Tillsammans med en direktavkastning om 3,5 % ges en totalavkastning om 14,7 % på 12 månaders sikt.

Peers ²	EV, MSEK	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2018E	EV/EBIT 2019E
Addnode	2333	17,9x	17,2x	12,7x
B3it Management	669	18,2x	10,2x	8,4x
Enea	1356	13,1x	9,1x	7,9x
IAR Systems	3011	28,0x	26,5x	21,6x
Snitt	1842	19,3x	15,7x	12,6x

I ett Bull scenario väntas Bolaget i större utsträckning kunna knyta till sig SaaS-kunder. Omsättningstillväxten estimeras till 7 % 2018E och 9 % 2019E. Ökad SaaS-försäljning väntas även leda till att EBIT-marginalen stiger till 12,9 % 2019E. Givet en targetmultiplik om EV/EBIT 17x ges ett motiverat värde per aktie om 19,14 kr. Tillsammans med direktavkastningen om 3,5 % motsvarar det en totalavkastning om 38,8 %

I ett Bear scenario väntas trögrörligheten i kundbearbetningen förverkligas och omsättningen förväntas växa med 1 % 2018E och 2019E. Till följd av stagnationen i tillväxt väntas EBIT-marginalen sjunka till 8,9 % 2019E. Givet en targetmultiplik om EV/EBIT 14,5x ges ett motiverat värde per aktie om 9,73 kr. Tillsammans med direktavkastningen om 3,5 % motsvarar det en total nedsida om -27,7 %

¹ Formpipe årsredovisning 2017, Formpipe, 2018.

² Bloomberg.

FM MATTSSON MORA GROUP AB

ANALYTIKER: JACOB ANDERSSON

ÖVERSIKT



FM Mattsson är den ledande aktören på blandarmarknaden (kranar och termostater) i Norden med marknadsandel om 33 %. Bolaget väntas framgent tappa marknadsandelar på huvudmarknaden Norden till följd av prispress och risker på byggmarknaden där Bolaget estimeras växa med 0,5 % CAGR 2018E-2020E. Samtidigt estimeras Bolaget uppnå en lägre EBIT-marginal om 7,4 % 2020E, motsvarande en minskning om 0,9 procentenheter från 2017.

NUVARANDE KURS

78,8 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

65,7 kr

78,0 kr

94,5 kr

FM Mattsson Mora Group AB ("FM Mattsson" eller "Bolaget") är verksamt på blandarmarknaden inom segmenten ROT (Renovering, Om- och Tillbyggnad) samt nybyggnation. Bolaget är tillverkare och leverantör av vattenkranar och termostatblandare. FM Mattsson är idag den ledande aktören på Bolagets huvudmarknad Norden. Bolaget är marknadsledande i Sverige och Norge med marknadsandel om 61 % respektive 22 % och en av de största aktörerna i Finland och Danmark om 6 % och 23 % 2016.¹ Huvudmarknaden står för 89 % av Bolagets omsättning, där övriga marknader såsom Tyskland, Belgien och Nederländerna utgör resterande.

Stark och bred produktportfölj ger konkurrensfördelar.

Bolaget har en konkurrenskraftig och bred produktportfölj där varumärkena *FM Mattsson*, *Mora Armatur* och *Damixa* kompletterar varandra och täcker blandarmarknadens tre prissegment *ekonomi*, *medium* och *premium*. Bolaget är genom *FM Mattsson* och *Mora Armatur* starkast inom mediumsegmentet, där dessa varumärken står för 45 % respektive 33 % av Bolagets försäljning 2017. Samtidigt utgör mediumsegmentet 70 % av den totala blandarmarknadens omsättning 2016, vilket gör Bolaget väl positionerade inom segmentet. Vidare är Bolagets produkter i framkant rörande egenskaper som teknikhöjd, miljö och design i Norden. Positioneringen på marknaden och den starka produktportföljen är bidragande faktorer till att FM Mattsson uppnått en positiv tillväxt om 5 % CAGR 2014-2017.

Exponering mot grossisters prispåverkan samt risker i ROT- och nybyggnationssegmentet. Både grossister och återförsäljare såsom Ahlsell, Dahl och Onninen har stark prispåverkan på blandarmarknaden. Samtidigt estimeras omkring 59 % av FM Mattssons försäljning gå via dessa aktörer. Bolaget kommer framgent vara kraftigt exponerat mot att förlora huvudkunder på huvudmarknaderna till följd av prispress från grossister, samt ökad konkurrens från både lokala aktörer som Oras och internationella aktörer som Hansgrohe och Grohe. Dessutom är Bolaget exponerat mot tillväxt på byggmarknaden, vilket i sin tur är påverkat av den underliggande bostadsmarknaden. Nyproduktionen av bostäder antas minska med 30 % 2017-2019E, motsvarande ett tapp om omkring 20 000 byggnader.² Samtidigt kommer Bolaget framgent påverkas av förändringar i lägre efterfrågan inom ROT-segmentet. Under 2017 utnyttjades ROT-avdraget bland hushåll i Sverige för 17 % mindre än 2016, motsvarande en minskning om 1,9 mdSEK.³ Detta är bidragande faktorer till estimerad lägre försäljningstillväxt om 0,5 % CAGR 2018E-2020E samt lägre EBIT-marginal om 7,4 % 2020E, motsvarande en minskning om 1,6 procentenheter från 2017.

Lågt ND/EBITDA om 0,01x ger utrymme för ytterligare förvärvsmöjligheter. FM Mattsson genomförde 2014 ett förvärv av Damixa, vilket lett till samordnings- och effektivitetsvinster i produktionen med ökad bruttomarginal om 5 % 2014-2017. Samtidigt har det stärkt Bolagets marknadsposition i Danmark med ökad marknadsandel om 6 % 2014 till 23 % 2016. Bolaget har ett lågt ND/EBITDA om 0,01x och kan komma att genomföra ytterligare förvärv framgent för att förbättra sin position på huvudmarknaden Norden, stärka sina produktportfölj samt generera produktionskapacitetsvinster. Vid eventuella förvärv kan Bolagets således åstadkomma en högre tillväxt och förbättrade EBIT-marginaler än det estimerade om 0,5 % 2018E-2020E respektive 7,4 % 2020E.

I ett Base scenario implicerar en DCF-värdering potentiell nedsida om 2 % från dagens kurs. DCF-värderingen är beräknad utifrån en WACC om 9,7 % samt storlekspremie om 1,2 %.⁴ I ett Base scenario antas Bolaget vara kraftigt exponerat mot prispress från grossister och risker i ROT- och nybyggnationssegmentet. Således estimeras en minskad försäljningstillväxt om 0,5 % CAGR 2018E-2020E och lägre EBIT-marginal om 7,4 % 2020E. En DCF-värdering ger ett implicerat aktiepris om 78 kr, motsvarande en nedsida om 1 % från dagens kurs.

I ett Bull scenario implicerar en DCF-värdering potentiell uppsida om 20 % från dagens kurs. I ett Bull scenario hålls byggkonjunkturen stabil och mindre volatil samtidigt som Bolaget genomför förvärv, vilka antas driva på tillväxt och marginaler. Givet en tillväxt om 2,7 % CAGR 2018E-2020E samt en högre EBIT-marginal om 8,6 % 2020E ger DCF-värdering ett implicerat aktiepris om 94,5 kr, motsvarande en potentiell uppsida om 21 %.

I ett Bear scenario implicerar en DCF-värdering potentiell nedsida om 16 % från dagens kurs. I ett Bear scenario är Bolaget kraftigt exponerat mot en volatil byggkonjunktur samt tappar huvudkunder genom prispress i Norden. Således antas en negativ tillväxt om -1,5 % CAGR 2018E-2020E samt EBIT-marginal om 6,7 % 2020E. En DCF-värdering ger ett implicerat aktiepris om 65,7 SEK. Nedan presenteras en känslighetsanalys som illustrerar hur indikerat värde styrs av gjorda antaganden i ett Base scenario.

	Indikativt aktiepris	WACC				
		10,7 %	9,7 %	8,7 %	7,7 %	6,7 %
EBIT-marginal	78,0 SEK					
	5,4 %	64,6	70,1	77,1	86,5	99,5
	6,4 %	67,7	74,0	82,0	92,8	108,0
	7,4 %	70,9	78,0	87,2	99,5	116,8
	8,4 %	74,0	81,9	92,1	105,8	125,3
	9,4 %	77,1	85,7	97,0	112,1	133,8
	10,4 %	80,2	89,6	101,9	118,5	142,2

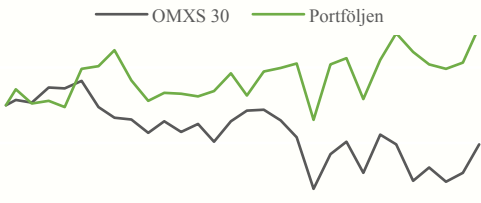
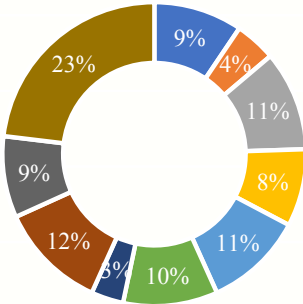
¹ FM Mattsson Mora Group, Prospekt, 2017.

² Sveriges Byggindustrier, Nordisk Byggkonjunktur 2017-2018, 2018.

³ Skatteverket, Rot- och rutbetalningar, statistik, 2017.

⁴ PWC, Riskpremien på den svenska aktiemarknaden, 2017.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	3,01 %	3,47 %
					YTD	- 0,46 %	6,51 %
					SEDAN START	- 3,98 %	7,88 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 17,3 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 5,7 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	7,9 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 7,1 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	9,0 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	8,9 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 8,9 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 0,6 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	5,4 %			

kt-17 nov-17 dec-17 jan-18 feb-18 mars-18 apr-18

Allokering

ALCA ASPIRE DDM DRIL NLAB
NWG SLEEP SF TALK Kassa

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

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

2018-04-19 meddelade Nordic Waterproofing att de förvärvar ett bolag inom vegetationsteknik, Veg Tech, som har en årlig omsättning på cirka 125 MSEK. Nordic Waterproofing förvärvar inledningsvis 83 procent av aktierna för 129 SEK per aktie, vilket motsvarar en köpeskilling om 153 miljoner kronor. Förvärvet kommer att finansieras genom upptagande av ett nytt banklån genom en utökning av Nordic Waterproofings nuvarande kreditfaciliteter.

2018-04-17 meddelade Aspire Global att de har ingått avtal om plattformstjänster för medieförlaget Aller Media Danmark, ett bolag i Aller-koncernen med ledande ställning i Norden. Aller Media Danmark kommer att lansera en iGaming-portal under andra kvartalet och har valt Aspire Globals lösning för driften på danska marknaden. Därmed blir Aller Media ett av de första mediebolagen i Norden att addera ett iGaming-erbjudande till sin verksamhet.

FORMPIPE SOFTWARE AB

Formpipe går mot att sälja sina tjänster som en molnlösning, från att tidigare ha krävt installationer på plats. Skälbarheten i den nya affärsmodellen väntas få en positiv inverkan på Bolagets lönsamhet. Samtidigt väntas efterfrågan på ECM-lösningar tillta till följd hårdare regulatoriska krav på data- och informationshantering. I ett Base scenario estimeras på 12 månaders sikt en totalavkastning om 14,7 %.

FM MATTSON AB

FM Mattsson är den ledande aktören på blandarmarknaden (kranar och termostater) i Norden med marknadsandel om 33 %. Bolaget väntas framgent tappa marknadsandelar på huvudmarknaden Norden till följd av prispress och risker på byggmarknaden där Bolaget estimeras växa med 0,5 % CAGR 2018E-2020E. Samtidigt estimeras Bolaget uppnå en lägre EBIT-marginal om 7,4 % 2020E, motsvarande en minskning om 0,9 procentenheter från 2017.

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 targetmultiplern 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, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

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

Jacob Andersson äger inga aktier.

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