

PORTFÖLJEN

Nr 23, APRIL 2018, v. 15

VECKANS UPPLAGA

VENUE RETAIL GROUP AB

Positiv trend i Q2-rapporten

Läs mer om Venue Retail Group AB på *sida 3*

EXALT AB

Avveckling av Xtranet leder till fokus på kärnverksamheten

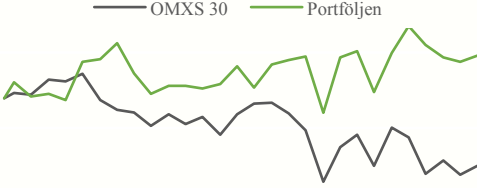
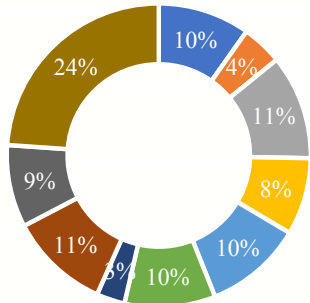
Läs mer om Exalt AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

Ökat innehavet i Nordic Leisure

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	1,01 %	0,61 %
					YTD	- 3,36 %	2,93 %
					SEDAN START	- 6,79 %	4,26 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 20,2 %	 — OMXS 30 — Portföljen 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		
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 4,6 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	8,2 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,2 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	4,5 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 2,1 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 12,7 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 15,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	- 2,1 %			

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



VENUE RETAIL GROUP AB

Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning motverka inkomsttapp från butiksavvecklingar, dock finns frågetecken kring hur hållbar tillväxten från online-försäljningen är. I ett Base scenario estimeras en potentiell uppsida om 19,8 %.

EXALT AB

2018-04-09 meddelade Exalt att de slutfört avvecklingen av det problemtungda Xtranet. Exalt har sedan starten 2005 visat på lönsamhet och tillväxt. Exalt har en stabil kundbas med långa relationer däribland Tele2, Telenor och Huawei. I ett Base Scenario värderas Exalt till EV/EBITDA 7,9x på 2018E. Med en targetmultipel om EV/EBITDA 11,1x motiveras en potentiell uppsida om 20 % på 2018 års prognos.

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/

VENUE RETAIL GROUP AB¹

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

ÖVERSIKT



Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning motverka inkomsttapp från butiksavvecklingar, dock finns frågetecken kring hur hållbar tillväxten från online-försäljningen är. I ett Base scenario estimeras en potentiell uppsida om 19,8 %.

Venue Retail Group AB ("VRG" eller "Bolaget") är en koncern som säljer skor och accessoarer, under fyra varumärken: *Accent*, *Morris*, *Rizzo* och *NK Skor & accessoarer*. Försäljning sker i Sverige och Norge, både i egna butiker och över internet.

Kommentar på Q2-rapporten. VRG fortsatte under Q2-17/18 den positiva utvecklingen gällande Bolagets lönsamhet och omsättning. VD påpekar att online-försäljningen växte med tresiffriga tillväxttal vilket sannolikt förklarar hela omsättningstillväxten om 1,4 %, trots två stängda butiker. EBITDA-marginalen stärktes från 3,5 % till 6,6 % motsvarande kvartal 16/17, anledningen är främst en stärkt bruttomarginal, från 49,1 % till 50,9 %, till följd av bättre lagerhållning, en större andel av försäljning från egna varumärken och en lägre nedsättningsgrad. Vidare minskade OPEX, främst till följd av en svagare norsk krona, vilket stärkte resultatet ytterligare.

VRG visar fortsatt styrka i deras "turn-around", men är beroende av ökad online-försäljning för att behålla sin omsättning, där den långsiktiga hållbarheten i tillväxten kan ifrågasättas. Samtidigt som VRG visar styrka har emellertid jämförbara bolag gått surt på börsen, där vald peergrupp genomgått en multipelkontraktion, från 7,4x till 7,0x EV/EBITDA i snitt, detta ställer ytterligare frågor på om huruvida VRG kan trotsa strömmen. Givet en fortsatt stark online-försäljning samt nedstängda butiker, kan dock en ytterligare lönsamhetsförbättringar förväntas framgent.

Fortsatt omstrukturering förväntas leda till förbättrad EBITDA-marginal om 5,9 % 18/19E. Under 15/16A tog Bolagets ledning beslutet att stänga 35 butiker, de valda butikerna har varit olönsamma och placerade på platser där Bolaget haft dubbel- och trippletablering, tre av dessa butiker har dock under Q2-17/18 återgått till ordinarie drift på grund av positiv utveckling. Hittills har 23 av dessa avvecklats varpå 9 återstår, vilket ledde till att VRG under 16/17A gjorde vinst för första gången sedan 12/13A. Bolaget förväntas framgent fortsatt avveckla butiker i en liknande takt, vilket uppskattas leda till att Bolagets rörelsekostnader minskar från 50,0 % av omsättningen 16/17A till 47,1 % 18/19E. EBITDA-marginalen förväntas i ett Base scenario uppgå till 4,4 % under 17/18E och 5,6% under 18/19E.

Snabbt växande online-försäljning väntas motverka inkomsttapp från butiksavveckling. VRG lyckades trots minskad butiksmängd om -5,2 %, öka omsättningen med 4,8 % under 16/17A. Enligt VD Jonas Ottosson beror detta på att kunderbjudandet förbättrats, att Bolaget fokuserar mer på högtrafikerade platser och att online-försäljningen, drivet av investeringar i VRG:s e-handelsplattform, växer. Bolaget öppnade under samma period 3 nya butiker, vilka varit mer lönsamma och bättre lokaliserade än de som stängdes. I ett Base scenario väntas investeringarna i verksamhetens e-handelsplattform och den

NUVARANDE KURS

1,35 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

0,53 kr

1,61 kr

2,03 kr

efterföljande tillväxten inom online-försäljning leda till att Bolagets omsättning växer med 1,5 % 17/18E och 0,6 % 18/19E.

Bolaget värderas i ett Base scenario till EV/EBITDA om 4,8x på 18/19E, vilket ger en potentiell uppsida om 19,8 %. I ett Base scenario estimeras VRG:s omsättningstillväxt under 17/18E och 18/19E uppgå till 1,5 % respektive 0,6 %. EBITDA-marginalen förväntas uppgå till 4,4 % och 5,6 % under motsvarande perioder. EBITDA förväntas under 18/19E uppgå till 50,0 MSEK, vilket motsvarar en EV/EBITDA om 4,8x. Justerat för vald målmultipel om EV/EBITDA 5,6x, Bolagets nettoskuld om 47,2 MSEK samt antalet aktier, ges en potentiell uppsida om 19,8 %.

I ett Bull scenario värderas VRG till EV/EBITDA om 4,0x på 18/19E, vilket ger en potentiell uppsida om 50,6 %. I ett Bull scenario estimeras VRG:s tillväxt uppgå till 3,6 % 17/18E och 1,6 % 18/19E, drivet av tillväxt genom online-försäljning och högre omsättning per butik. EBITDA-marginalen estimeras öka i en snabbare takt, till 5,2 % 17/18E och 6,6 % 18/19E, som effekt av att omstruktureringen lyckas bättre. EBITDA under 18/19E väntas bli 60,9 MSEK, motsvarande en EV/EBITDA om 4,0x. Justerat för målmultipeln om 5,6x, Bolagets nettoskuld och antalet aktier, indikeras en potentiell uppsida om 50,6 %.

I ett Bear scenario värderas VRG till EV/EBITDA om 11,5x på 18/19E, vilket ger en potentiell nedsida om 60,6 %. I ett Bear scenario estimeras VRG:s online-försäljning växa i en långsammare takt samtidigt som Bolaget stänger ner färre butiker än tidigare väntat, vilket leder till en negativ tillväxt om -1,2 % och -1,3 % under 17/18E respektive 18/19E. Då färre butiker stängs ner i scenariot, samtidigt som omstruktureringen visar sig misslyckad, estimeras EBITDA-marginalen uppgå till 2,4 % under både 17/18E och 18/19E. EBITDA uppgår under 18/19E till 20,7 MSEK, motsvarande en EV/EBITDA om 11,5x. Justerat för målmultipeln om 5,6x, Bolagets nettoskuld och antalet aktier, ges en potentiell nedsida om 60,6 %.

Liknande bolag ger en målmultipel om EV/EBITDA 5,6x. Målmultipeln är baserad på bolag vars verksamheter liknar VRG:s. Snittet för gruppens estimerade EV/EBITDA under 19E beräknas uppgå till 7,0x, men på grund av att bolagen i gruppen är större och VRG:s fortsatta omställningsfas, motiveras VRG handlas till en lägre multipel, därför ges en rabatt om 20 % mot gruppen, vilket ger en målmultipel om 5,6x.

EBITDA (MSEK)	18E	19E
Base	39,1	50,0
Bull	47,7	60,9
Bear	20,9	20,7

Peers 19E ¹	EV/EBITDA
New Wave	8,2x
Marimekko	8,8x
Kappahl	5,2x
MQ	5,9x
Snitt	7,0x
VRG (Base)	4,9x

1. Det här är en uppföljning på tidigare text om Bolaget.

<https://goo.gl/FXaYCK>

2. The Bloomberg Terminal

EXALT AB

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW & PATRIK NILSSON

ÖVERSIKT



2018-04-09 meddelade Exalt att de slutfört avvecklingen av det problemtunga Xtranet. Exalt har sedan starten 2005 visat på lönsamhet och tillväxt. Exalt har en stabil kundbas med långa relationer däribland Tele2, Telenor och Huawei. I ett Base Scenario värderas Exalt till EV/EBITDA 7,9x på 2018E. Med en targetmultipl om EV/EBITDA 11,1x motiveras en potentiell uppsida om 20 % på 2018 års prognos.

NUVARANDE KURS

0,69 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

0,44 kr

0,83kr

0,95 kr

Exalt AB ("Exalt" eller "Bolaget") är en helhetsleverantör av tjänster för driftssäkra nätverkslösningar. Exalt är verksam inom de tre områdena: strukturerade fastighetsnät, nätverksteknik och säkerhet, samt transmissionsteknik. Exalt vänder sig framförallt mot företag inom telekom, fastighetsnät och stadsnät. Bolaget är primärt verksam i Stockolmsregionen.

Avveckling av Xtranet leder till fokus på kärnverksamheten.

2018-04-09 meddelade Exalt att de slutfört avvecklingen av Xtranet och Exalt kan nu fokusera på kärnverksamheten. 2016 blev Exalt uppköpta av Xtranet, men drivs vidare i egen regi, som en del av Xtranet. Under slutet av 2017 visade Xtranet på lönsamhetsproblem och vinstvarnade. Därefter tillsattes en ny styrelse och Xtranet bytte namn till Exalt. Vidare fattades beslut om att avveckla Xtranets verksamhet kring fiberentreprenader. Exalt fortsätter bedriva sin verksamhet enligt plan, och har sedan 2005 redovisat god lönsamhet och dubblat omsättningen på de senaste fem åren.

Stabil kundbas med långa relationer. Exalts kundbas kännetecknas av långa kundrelationer, där flera kunder har varit med sedan starten 2005. Bland Bolagets kunder finns bl.a. Sundbybergs Stadsnät, Tele2, Telenor, Huawei, SEB och Ericsson. En stor del av Bolagets omsättning kommer från ramavtal med fasta priser vilka skapar en säkerhet och förutsägbarhet i intäktsmodellen. Bolagets främsta konkurrensfördel bedöms vara att de tillhandahåller ett komplett erbjudande av hela värdekedjan inom ramen för nätverkslösningar.

5G-nätet estimeras växa CAGR 50,9 % 2020-2026 och medför stora tillväxtmöjligheter efter bredbandsutbyggnaden. Ett stort frågetecken för bolag exponerade mot fibermarknaden är vad som händer med tillväxten efter att regeringens bredbandsmål om 90 % 2020 är uppnått. Exalt är leverantör till bl.a. telekomoperatörer för bredbandsutbyggnad. Vidare har Bolaget som ambition att fortsätta leverera till dessa telekomoperatörer för 5G-nätet. De första 5G-näten väntas testas under 2018. 2020 brukar estimeras vara den tidpunkt då det finns kommersiell tillgänglighet.¹ Under perioden 2020-2026 estimeras marknaden för 5G-infrastruktur växa med en CAGR om 50,9 %.² Exalt bedöms var väl positionerade med deras kundbas för att kunna kapitalisera på 5G.

Värderas till EV/EBITDA 7,9 på 2018E i ett Base scenario. Fibermarknaden prognostiseras växa omkring 14,4 % (CAGR) fram till 2020E drivet av regeringens bredbandsmål. Ledningens egna mål är att dubbla omsättningen inom 3-5 år vilket skulle innebära en årlig tillväxt om 14,9 %. Omsättningstillväxten i Exalt mellan 2016 och 2017 var cirka 7 %. Med en stark kundbas i kombination med

stabila intäkter i form av ramavtal estimeras Bolaget omsätta 39,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 13 % på 2018E. EBITDA-marginalen prognostiseras till 13,0 % på 2018E. Marginalförbättringen härleds till fortsatt utveckling av drift- och nätövervakning, vilket är ett område med låga fasta kostnader.

MSEK	2017	2018E
Omsättning	35,2	39,8
Tillväxt (Y/Y)	6,7%	13,0%
EBITDA	4,4	5,2
EBITDA-marginal	12,5%	13,0%
EV/EBITDA	9,3	7,9

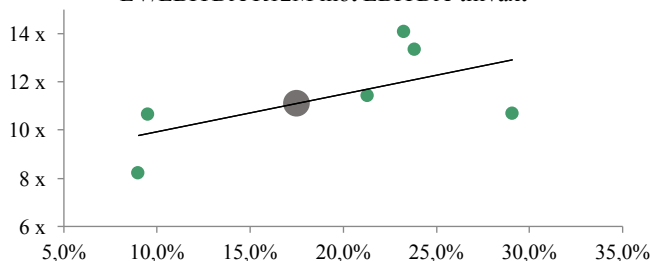
Targetmultipl om 11,1x ger en indikativ uppsida om 20 %.

Targetmultipl om 11,1x bestäms genom en multiplregression. Regressionen sätter peers³ nuvarande värdering (R12M) i förhållande till dess förväntade EBITDA-tillväxt enligt estimat. Regressionen implicerar en targetmultipl om EV/EBITDA 11,1x. Det ska betonas att datamaterialet innehåller ganska få datapunkter med stor spridning. Därmed bör den implicerade targetmultiplen ses som ett grovt estimat. I ett Base scenario handlas Exalt till EV/EBITDA 7,9x vilket ger en uppsida om 20 % på 2018 års prognos.

I ett Bear Scenario väntas Bolagets omsättningstillväxt uppgå till 5 %. Detta till följd av att Exalt har svårt att ingå nya avtal p.g.a. konkurrenssituationen. EBITDA-marginalen estimeras till 10 %. Sammantaget indikeras en targetmultipl om 5,9x EV/EBITDA, vilket motiverar en nedsida om 37 % på 2018E.

I ett Bull Scenario estimeras Bolagets omsättningstillväxt till 15 %. Tillväxten drivs av avtal med nya kunder och merförsäljning till befintliga kunder. EBITDA-marginalen prognostiseras till 14 %. Sammantaget motiveras en targetmultipl om 12,9x EV/EBITDA, vilket indikerar en potentiell uppsida om 39 % på 2018E.

EV/EBITDA R12M mot EBITDA-tillväxt

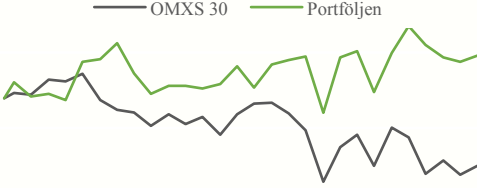
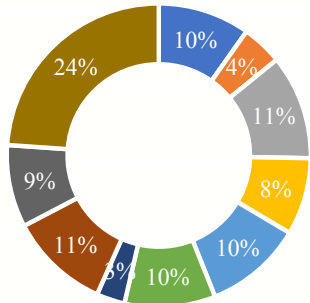


¹PTS, PTS tillgängliggör spektrum för storskaliga 5G-tester, 2017-03-31

²Markets and Markets, 5G Infrastructure, 2017

³AllTele, Alcadon, Bahnhof, Bredband2, Hexatronic, och DistIT

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	1,01 %	0,61 %
					YTD	- 3,36 %	2,93 %
					SEDAN START	- 6,79 %	4,26 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 20,2 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 4,6 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	8,2 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,2 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	4,5 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	- 2,1 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 12,7 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 15,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	- 2,1 %			

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 inletts med 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. Ett sådant tillfälle såg vi i Nordic Leisure under veckan och beslutade att öka innehavet till en kurs om 25 SEK.

Analyst Group är positiva till Nordic Leisure på lång sikt. Bolaget har en hög andel reglerade intäkter, ambitiös och kompetent ledning samt god potential till marginalexpansion och tillväxt, vilket bäddar för en fortsatt bra utveckling. Därav valde vi att återigen öka positionen i Nordic leisure.

2018-04-11 meddelade Talkpool att de har etablerat JoorsChain AG i Schweiz som ett förvaltningsbolag för tekniska lösningar och ägare av immateriella rättigheter riktade mot den mobila AdTech-industrin. JoorsChain AG adresserar marknaden för mobilannonser genom att erbjuda mobilabonnenter, mobiloperatörer och annonsörer ett öppet och säkert system för annonsering, nedladdning av appar och sponsrat innehåll. Genom att introducera blockchain-baserad teknik möjliggörs enligt Talkpool en omfattande funktionalitets- och prestandaförbättring i ekosystemet.

VENUE RETAIL GROUP AB

Venue Retail Group AB har gjort omstruktureringar där bolaget skalat ner butiksnätverket och lyckats vända till vinst. Vidare omstruktureringar väntas leda till ökad lönsamhet. Samtidigt väntas ökad online-försäljning motverka inkomststapp från butiksavvecklingar, dock finns frågetecken kring hur hållbar tillväxten från online-försäljningen är. I ett Base scenario estimeras en potentiell uppsida om 19,8 %.

EXALT AB

2018-04-09 meddelade Exalt att de slutfört avvecklingen av det problemtungda Xtranet. Exalt har sedan starten 2005 visat på lönsamhet och tillväxt. Exalt har en stabil kundbas med långa relationer däribland Tele2, Telenor och Huawei. I ett Base Scenario värderas Exalt till EV/EBITDA 7,9x på 2018E. Med en targetmultipl om EV/EBITDA 11,1x motiveras en potentiell uppsida om 20 % på 2018 års prognos.

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 targetmultipl 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 Waterpoofing.

Staffan Bülow äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure och Nordic Waterpoofing.

Patrik Nilsson äger aktier i: Aspire Global.

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

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