

PORTFÖLJEN

Nr 25, MAJ 2018, v. 18

VECKANS UPPLAGA

VETERANPOOLEN AB

Franchiselösning med god tillväxtpotential
Läs mer om Veteranpoolen AB på *sida 3*

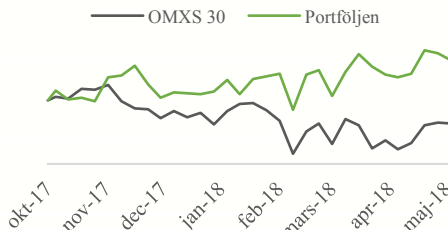
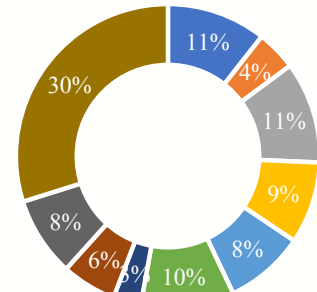
KAMBI GROUP PLC

Prispress väntas minska Bolagets omsättning
Läs mer om Kambi Group PLC på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

Rapporterna har i stor utsträckning varit enligt förväntan
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 0,23 %	- 1,14 %
					YTD	- 0,17 %	4,87 %
					SEDAN START	- 3,71 %	6,22 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 13,7 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 5,7 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	19,0 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 10,7 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 13,1 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	7,2 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 12,3 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 15,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	2,7 %			

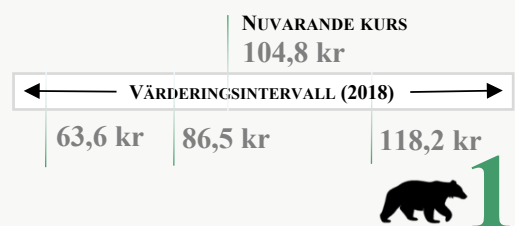
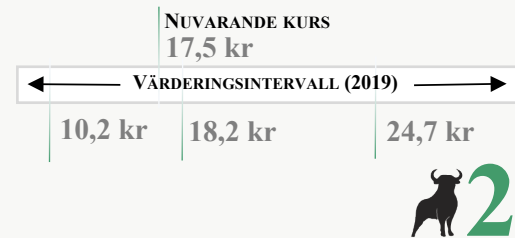
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

VETERANPOOLEN AB

Veteranpoolen har haft en stark kursutveckling sedan sårnoteringen genom utdelning till aktieägarna av HomeMaid. Sedan dess har produktionstimmarna kraftigt ökat, medan rörelsemarginalen kortsiktigt minskat. En franchisemodell med underliggande lönsamhetsproblem, samt en överhängande politisk risk är värt att beakta vid ett investeringsbeslut. På 2019 års prognos ges dock en uppsida om ca 10 % (12x EV/EBIT).

KAMBI GROUP PLC

Kambi är ett bolag som verkar inom branschen online gambling. Marknaden karaktäriseras idag av osäkerheter när det kommer till spelregleringar samtidigt som Bolagets få kunder pressar arvudet som betalas ut till Kambi. Det som förväntas gynna Kambi är deras skalbara affärsmodell och fotbolls-VM 2018. Bolaget handlas idag till en EV/EBITDA om 15,4x, vilket med en target-multipel om 11,9 implicerar en potentiell nedsida om -17,4 %.



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/

VETERANPOOLEN AB

ANALYTIKER: WILHELM SONDÉN

ÖVERSIKT



Veteranpoolen har haft en stark kursutveckling sedan särnoteringen genom utdelning till aktieägarna av HomeMaid. Sedan dess har produktionstimmarna kraftigt ökat, medan rörelsemarginalen kortsiktigt minskat. En franchisemodell med underliggande lönsamhetsproblem, samt en överhängande politisk risk är värt att beakta vid ett investeringsbeslut. På 2019 års prognos ges dock en uppsida om ca 10 % (12x EV/EBIT).

NUVARANDE KURS

17,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2019)

10,2 kr

18,2 kr

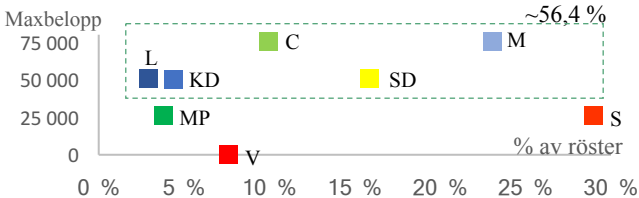
24,7 kr

Veteranpoolen AB ("Veteranpoolen" eller "Bolaget") är en liten aktör inom bemanningsbranschen med fokus på deltidsbemanning av seniora resurser. Inom sitt segment är Bolaget Sveriges största med ca 6 600 anknutna pensionärer, i totalt 41 regioner. Flertalet av Veteranpoolens kontor drivs av franchisetagare som upprätthåller och utvecklar Veteranpoolens verksamhet inom en specifikt region. Förutom bemanning genomför även Veteranpoolen entreprenaduppgifter för företagsskunder. Ungefär två tredjedelar av omsättningen kommer från tjänster inom trädgård, hantverk och hushållsnära tjänster, vilka säljs till privatpersoner. Resterande omsättning härleds till företagsbemanning inom exempelvis handel, transport, vård, ekonomi, administration. Inom detta område handlar det ofta om att hantera efterfrågetoppar eller sjukfrånvaro hos ordinarie personal.

Intäktsfördelning	2015	2016	Q3-17 (R12)
Privat	77 %	72 %	64 %
Företag	23 %	28 %	36 %

Politisk osäkerhet med övervägande positiv utsikt. Marknaden för hushållsnära tjänster är fragmenterad, med många lokala aktörer, likväl en betydande del svart arbetskraft. Skattereduktion i form av RUT- och ROT-avdrag är betydande för att branschen, likväl Veteranpoolen, ska kunna ha ett konkurrenskraftigt pris-erbjudande gentemot svart arbete, vilket föranleder en påtaglig politisk risk. I dagsläget är RUT-avdragets maxbelopp på 25 000 SEK, med 50 % avdrag (för personer under 65). Senast publicerad Sifo-undersökning visar en majoritet (56,4 %) för de partier som står bakom en potentiell höjning av detta maxbelopp, vilket kan komma att innebära en positiv efterfrågeutveckling på företagets tjänster. Maxbeloppet väntas öka till åtminstone 50 000 SEK, givet ett positivt valresultat i frågan, vilket innebär möjligheter att utöka återkommande uppdrag hos befintliga kunder, likvälmöjlighet att ta marknadsandelar från svartanställt arbete.

Riksdagspartiernas ställning inom RUT-frågan

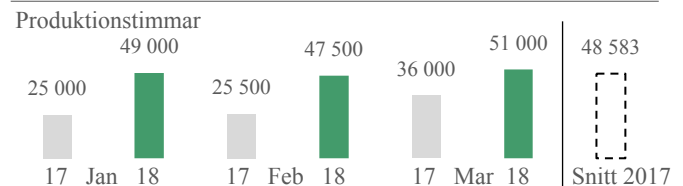


Källa: SIFO, Valbarometern april 2018

Franchiselösning med god tillväxtpotential, trots underliggande osäkerhet kring lönsamhet. En stor del av Veteranpoolens lokalkontor bedrivs som franchiseverksamheter, där Bolaget behåller en del av intäkterna medan franchisetagaren får en andel av rörelsens täckningsbidrag. Till dessa tillhandahåller Veteranpoolen även hjälp med centrala funktioner som fakturering, IT, RUT- och ROT-hantering och marknadsföring.

Detta upplägg är positivt i termer av tillväxtpotentialer, samtidigt som det medför låga uppstartskostnader och stabila interna marginaler. Dock är ungefär hälften av lokalkontoren inte lönsamma i dagsläget, till följd av en stor andel nystartade kontor med låg volym. På längre sikt kan detta lönsamhetsproblem ha negativ påverkan på Veteranpoolen. Om distriktskontoren fortsätter att underprestera riskerar Bolaget att minska omsättning, likväl förlora lokal närvaro och konkurrens-kraft.

Växande efterfrågan på bolagets tjänster. Veteranpoolens produktionstimmar, som rapporteras löpande månadsvis, har befunnit sig i en starkt positiv trend. Vid nuvarande run-rate impliceras ca 590 000 h produktionstimmar för 2018, vilket kan jämföras med 583 000 h 2017. Från redovisad data är det svårt att utläsa eventuell säsongsvariation, där antalet produktionstimmar mest sannolikt är högre under vår- och sommarmånader. I takt med fler datapunkter framgent kan prognosen dock bli mer träffsäker. Till detta har andelen företagstjänster har ökat, som ofta är arbete av mer specialiserad karaktär, vilket varit bidragande till ökad omsättning per produktionstimme.



Uppside om 10 % i ett Base Scenario. Veteranpoolen har handlas kring intervallet 10,5x-13,5x EBIT sedan senaste rapport (Q4-17), där aktiekursen ökat 8 % enbart under senaste veckan. En uthållig multipel sätts till 12x, enligt medianmultipel inom bemanningssektorn. Beaktningvärt är att den politiska risken är begränsad, men mer påtaglig än hos många andra aktörer. Även risken för höjd pensionsålder, likväl känslighet för reallöneutvecklingen, är underliggande osäkerhetsfaktorer. Givet att Bolaget lyckas uppnå en omsättning om 252 MSEK 2019 i ett Base Scenario, konservativt räknat, med en marginal om 8 %, indikeras en uppsida om 10 %. Ett Bear Scenario kan innebära att lönsamheten hos franchisetagarna är fortsatt bristande, resulterande i minskad omsättning 2019. Givet att Bolaget fortsatt bibehåller senaste uppmätta rörelsemarginal om 7 % ges en indikerad nedsida om -35 %. I ett Bull Scenario fortsätter bolaget utvecklas i positiv riktning, och ansluter fler franchisetagare i nya distrikt. Befintliga lokalkontor når volym som innebär lönsamhet och därmed kraftigt ökad jämförelsebar omsättningsökning. Detta indikerar en uppsida om 48 %.

Scenario	Target EV/EBIT	Aktiepris	% (inkl. utdelning)
Base	12,0x	18,1 kr	10 %
Bull	14,0x	24,7 kr	48 %
Bear	9,0x	10,2 kr	-35 %

KAMBI GROUP

ANALYTIKER: PATRIK NILSSON

ÖVERSIKT



Kambi är ett bolag som verkar inom branschen online gambling. Marknaden karaktäriseras idag av osäkerheter när det kommer till spelregleringar samtidigt som Bolagets få kunder pressar arvodet som betalas ut till Kambi. Det som förväntas gynna Kambi är deras skalbara affärsmodell och fotbolls-VM 2018. Bolaget handlas idag till en EV/EBITDA om 15,4x, vilket med en target-multipel om 11,9 implicerar en potentiell nedsida om -17,4 %.

Kambi Group ("Kambi" eller "Bolaget") tillhandahåller sportsbetting-tjänster (B2B) till operatörer (B2C) inom online gambling. Bolaget erbjuder bland annat oddssammanställning och risk management åt 16 olika operatörer, däribland Kindred. Bolaget utvecklar sportsbetting-tjänsterna in house och tar sedan betalt av operatörer (kunder) via månatliga avgifter samt en andel av omsättningen som operatörerna genererar.

Bolagets framtidsutsikter är i dagsläget osäkra, på gott och ont. Online gambling-marknaden visar tendenser på att bli mer konsoliderad. Vid en mer konsoliderad marknad, där färre aktörer utgör en större del av branschen, kan Kambi gynnas om de lyckas ingå avtal med aktörer som har en stark marknadsposition, alternativt behålla de storkunder som det finns befintliga avtal med. En marknadskonsolidering kan också vara till bolagets nackdel då det kan vara mer lönsamt för större aktörer att utveckla dessa sportsbetting-tjänster själva, istället för att anställa Kambi. Denna trend syns redan då flertalet aktörer har spelutveckling och sportbetting inom den egna koncernen, exempelvis Aspire Global och Cherry.

Den föreslagna spelregleringen, som väntas träda i kraft under 2019, kommer direkt missgynna Bolaget då en spelskatt om 18 % införs.¹ Avregleringar av den amerikanska marknaden kan gynna Kambi i framtiden då fler marknader öppnas upp, samtidigt som detta förutsätter att Kambi lyckas kapitalisera på denna möjlighet.

Prispress från kunder väntas minska Bolagets omsättning under 2019E. Under 2017 förhandlade 888 Casino ned arvodet de betalar Kambi, vilket minskade Bolagets resultat då operatören utgjorde större delen av omsättningen. Under 2018 ska avtalet med Kindred omförhandlas vilket förväntas sänka Bolagets intäkter från Kindred (som utgör ca 60 % av omsättningen) med ca 3% under 2019E. Kambis *pricing power* är relativt svagt vilket bevisas av historisk prispress och om denna trend fortsätter kommer skalbarheten i Bolagets affärsmodell begränsas. Om detta uppmärksammas av fler kunder kan en kedjereaktion utlösas, vilket leder till att fler kunder kan vilja förhandla om arvodet.

Lågt antal kunder och ett fåtal storkunder exponerar Bolaget mot risker. Kambi har idag 16 stycken operatörer som kunder. Detta är ett relativt lågt antal, jämfört med konkurrenter, samtidigt utgör Kindred uppskattningsvis cirka 60 % av Bolagets omsättning. Detta exponerar Kambi mot en hög risk då en förlorad kund eller minskat arvode kan ha stor effekt på omsättningen. Det som minskar denna risk är att kunderna ofta är uppbundna i avtal under ett eller flera år.

Fotbolls-VM väntas driva omsättning under 2018 och bidra med fler spelare på längre sikt. Fotbolls-VM, som inträffar under Q2 och Q3 2018, kommer vara en viktig händelse för Kambi.

NUVARANDE KURS
104,8 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

63,6 kr

86,5 kr

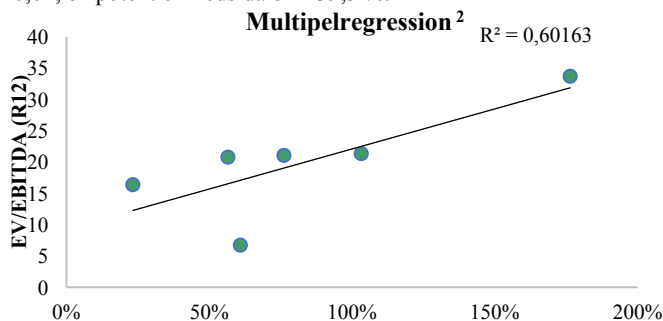
118,2 kr

Detta event väntas öka omsättningen från 1,09 MEUR per operatör under Q1 till 1,14 MEUR under Q2 och Q3 och skulle kunna leda till fler långsiktiga kunder. I och med att Bolaget har höga fasta kostnader är affärsmodellen skalbar då Kambi kan öka intäkterna utan att kostnaderna ökar parallellt. Detta väntas öka EBITDA-marginalen från 24,1 % till 26,5 % 2019E.

I ett Base scenario impliceras en potentiell nedsida om -17,4 %. Under 2018E väntas Bolagets omsättning öka med 11,8 %. Detta är baserat på att Kambis nya kund Casumo har integrerat Bolagets sportsbetting-tjänst. Fotbolls-VM estimeras även vara en bidragande faktor till omsättningstillväxten då omsättning per operatör antas öka från 1,09 MEUR Q1-18 till 1,14 MEUR Q2 och Q3. Under 2019E estimeras en omsättningstillväxt om 4,4 % baserat på att den svenska spelregleringen träder i kraft i början av 2019, vilket kommer minska Bolagets nettoomsättning med ca 3 %. Omförhandling av avtal med Kindred antas även minska omsättningen från kunden med 2 %. EBITDA-marginalen estimeras öka från 24,1 % Q1-18 till 26,5 % fram till 2019E härrörande från att Bolaget har stora delar fasta kostnader, vilket leder till skalfördelar. Sammantaget motiveras en EBITDA-tillväxt om 18,0 % fram till 2019E vilket resulterar i en target-multipel om 11,9x (vid en multipelregression) och därmed en nedsida om -17,4 %.

I ett Bull scenario impliceras en potentiell uppsida om 12,8 %. I ett Bull scenario väntas Kambi påverkas mindre av prispressningar och den föreslagna svenska spelregleringen. Samtidigt väntas Fotbolls-VM generera mer intäkter än väntat. Detta resulterar i en omsättning om 78,5 MEUR 2019E vilket med en EBITDA-marginal om 27,5 % leder till en EBITDA-tillväxt om 34,5 % mellan 2017 och 2019E. Sammantaget motiveras en potentiell uppsida om 12,8 %.

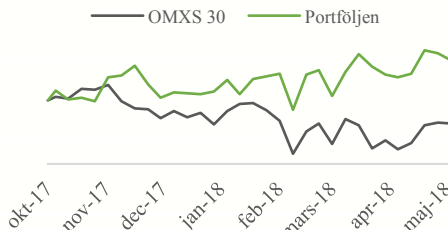
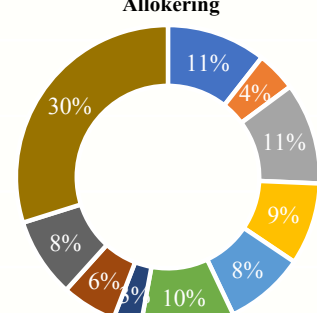
I ett Bear scenario impliceras en potentiell nedsida om -39,3 %. I ett Bear scenario väntas prispressningar påverka Kambi mer än väntat. Bolaget antas även få det svårt att ingå nya avtal vilket leder till en omsättning om 67,2 MEUR 2019. Detta med en EBITDA-marginal om 25 % motiverar, med target-multipel om EV/EBITDA 10,0x, en potentiell nedsida om -39,3 %.



EBITDA-tillväxt 2017-2019E

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 0,23 %	- 1,14 %
					YTD	- 0,17 %	4,87 %
					SEDAN START	- 3,71 %	6,22 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	- 13,7 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 5,7 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	19,0 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 10,7 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 13,1 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	7,2 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 12,3 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 15,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	2,7 %			
						Allokering ■ ALCA ■ ASPIRE ■ DDM ■ DRIL ■ NLAB ■ NWG ■ SLEEP ■ SF ■ TALK ■ Kassa	

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Under den gångna veckan har flertalet av portföljens bolag rapporterat. Däribland har Alcadon, Nordic Leisure, DDM, Sleepo och Nordic Waterproofing publicerat sina Q1-rapporter. Rapporterna har i stor utsträckning varit enligt förväntan, där Alcadon presterade något bättre än väntat och Nordic Leisure något sämre.

2018-04-25 släppte Alcadon sin första kvartalsrapport för 2018. Nettoomsättningen ökade med 17 % till 149,6 (128,1) MSEK i första kvartalet. Vidare ökade EBIT med 32 % till 18,6 (14,1) MSEK. VD Pierre Fors kommenterar rapporten och säger: "I det första kvartalet har de flesta av våra områden levererat enligt plan. En kall vinter har tillfälligt hållit tillbaka leveranserna av fiber inom framför allt bredbandsutbyggnaden. Detta har kompensats av en stark försäljning av våra egna varumärken som fortsätter att öka".

2018-05-02 publicerades Nordic Leisures kvartalsrapport, som uppvisade intäkter om 7,13 MEUR (4,45) i första kvartalet, motsvarande en ökning med 60,3 %. Vidare uppgick antalet aktiva kunder till 34 838 (28 130), motsvarande en ökning med 23,8 %. Bolagets VD, Robert Andersson, kommenterar rapporten och säger: "April har börjat bra, och sportsboken visar tecken på återhämtning. Under året har vi nya produktlanseringar inom både nätspel och media, lansering på nya marknader och effekten av ett ökat sälj- och marknadsfokus att se fram emot, samt möjliga förvärv."

VETERANPOOLEN AB

Veteranpoolen har haft en stark kursutveckling sedan särnoteringen genom utdelning till aktieägarna av HomeMaid. Sedan dess har produktionstimmarna kraftigt ökat, medan rörelsemarginalen kortsiktigt minskat. En franchisemodell med underliggande lönsamhetsproblem, samt en överhängande politisk risk är värt att beakta vid ett investeringsbeslut. På 2019 års prognos ges dock en uppsida om ca 10 % (12x EV/EBIT).

KAMBI GROUP PLC

Kambi är ett bolag som verkar inom branschen online gambling. Marknaden karaktäriseras idag av osäkerheter när det kommer till spelregleringar samtidigt som Bolagets få kunder pressar arvodet som betalas ut till Kambi. Det som förväntas gynna Kambi är deras skalbara affärsmodell och fotbolls-VM 2018. Bolaget handlas idag till en EV/EBITDA om 15,4x, vilket med en target-multipel om 11,9 implicerar en potentiell nedsida om -17,4 %.

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 %.

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.

Wilhelm Sondén äger aktier i: Aspire Global, TalkPool, Nordic Leisure, Drillcon och Nordic Waterpoofing.

Patrik Nilsson äger aktier i: 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.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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