

PORTFÖLJEN

Nr 27, MAJ 2018, v. 20

VECKANS UPPLAGA

ALCADON GROUP

Exponering mot strukturell tillväxt till låg värdering
Läs mer om Alcadon Group på *sida 3*

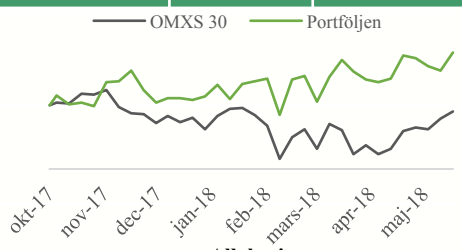
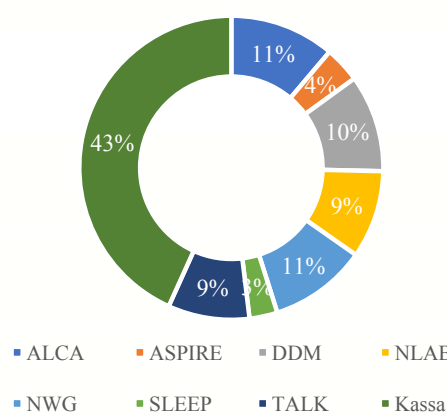
INVISIO COMMUNICATIONS

Ökad säljstyrka väntas ge Bolaget en starkt marknadsposition
Läs mer om Invisio Communications på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

Drillcon och Stillfront har under veckan avyttrats från portföljen
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	1,15 %	2,70 %
					YTD	2,65 %	6,95 %
					SEDAN START	- 0,99 %	8,33 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 7,9 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	28,8 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,5 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 2,7 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 20,1 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 13,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	9,3 %			

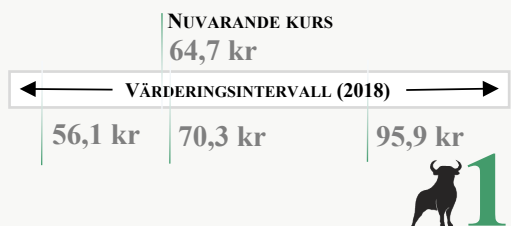
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter att bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett Base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 8 på 2019 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 28 %.

INVISIO COMMUNICATIONS

I dagsläget pågår ca 50 moderniseringsprogram bland världens militärer. Med en unik produkt, vars försäljning tyder på att den är uppskattad av de ledande militära styrkorna i västvärlden, har Invisio potential att kapitalisera på dessa upphandlingar. Bolaget väntas kunna öka försäljning och förbättra marginaler genom en breddad produktportfölj. Genom en DCF-värdering indikeras en uppsida om 9 %.



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/

ALCADON GROUP

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW

ÖVERSIKT



Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter att bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett Base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 8 på 2019 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 28 %.

NUVARANDE KURS

50 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

42 kr

65 kr

72 kr

Alcadon ("Alcadon" eller "Bolaget") är en leverantör av produkter inom data- och telekommunikation i Norden. Bolaget tillhandahåller nätverks- och bredbandslösningar till fibernät, fastighetsnät, bostadsnät och tjänster såsom utbildning och felsökning. Sverige utgör största delen av Bolagets försäljning, där majoriteten av Bolagets kundbas består av nätverksinstallatörer. Bolaget säljer produkter från kända varumärken och från de egna varumärkena ECS och DC-line.

12-11-17 skrev Analyst Group en analys på Alcadon och erhöll då betyget Bull 3. Sedan dess har Bolaget framgångsrikt integrerat förvärven DataConnect och Svagströmsmaterial och nått en starkare tillväxt än väntat och samtidigt bibehållit lönsamheten med en EBITDA-marginal om ca 12 %. 15-05-18 meddelade Alcadon att de förvärvat den norska distributören av bredbandsnät, CableCom AS, som 2017 omsatte 93,4 MNOK. Till följd av detta anser Analyst Group att caset har stärkts och estimaten uppreviderats.

Kommentar på Q1-rapporten. Under Q1 växte Alcadon med 17 % varav 12 % organiskt, trots ett säsongsmässigt svagt kvartal. EBIT ökade med 32 % och stärkte EBIT-marginalen från 11 % till 12,4 %. Tillväxten drivs av en jämn, stark efterfrågan inom samtliga segment. Vidare har Bolaget sett en ökad efterfrågan på server- och datahallsprojekt. Utöver bredbandsutbyggnaden ser Bolaget även tillväxtpotential inför 5G-utbyggnaden och bedöms stå väl positionerade inför denna. Efter Q1-rapporten förvärvade Alcadon norska CableCom AS till en värdering om 7,7x EV/EBT. Alcadon bedriver redan verksamhet i Norge och genom förvärvet stärker Bolaget sin position i Norge. Förvärvet väntas leda till intäktssynergier till följd av korsförsäljning av Bolagens produkter och kostnads-synergier i form av inköp.

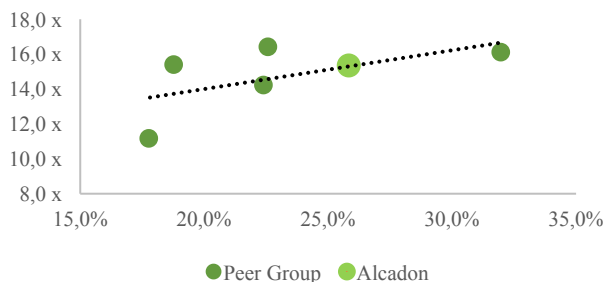
5G-nätet estimeras växa CAGR 50,9 % 2020-2026 och medför stora tillväxtmöjligheter efter bredbandsutbyggnaden. Ett stort frågetecken för bolag exponerade mot fibermarknaden är vad som händer med tillväxten efter att regeringens bredbandsmål om 90 % 2020 är uppnått. Alcadon har tidigare varit leverantör av 3G- och 4G-utbyggnaden. De första 5G-näten väntas testas under 2018 och Bolagets ambition är att bli en viktig aktör inom dess utbyggnad. 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 Enligt Bolaget kommer flertalet nya antenner behöva byggas till 5G-nätet och till dessa antenner kommer fibernät behövas. Alcadon bedöms vara väl positionerade och kunna kapitalisera på 5G-utbyggnaden via en kompetent ledning som varit med om många teknologiska paradigmskiften för att kunna kapitalisera på 5G-utbyggnaden.

Värderas till EV/EBITDA 8 på 2019 års prognos. I ett Base scenario prognostiseras omsättningen uppgå till 717 MSEK, motsvarande en tillväxt om 24 % på 2018E. Tillväxten drivs av en fortsatt hög efterfrågan från fibermarknaden, konsolidering av förvärvet CableCom AS och ett ökat antal projekt inom server- och datorhallar. EBITDA-marginalen väntas stärkas från 12,5 % (2017) till 13 % på 2018 års prognos. Den förbättrade lönsamheten härleds till en ökad försäljning av egna varumärken samt att Bolaget visat på god OPEX-kontroll under 2017 vilket väntas bibehållas. Givet dessa antaganden värderas Alcadon till EV/EBITDA 10 på 2018E och EV/EBITDA 8 på 2019E.

MSEK	2017A	2018E	2019E
Omsättning	580	717	876
Tillväxt (Y/Y)	103 %	24 %	22 %
EBITDA	72,4	93	115
EBITDA-%	12,5 %	13 %	13,1 %
EV/EBITDA	10	10	8

Targetmultipel om 15,3 ger en indikativ uppsida om 28 %. Targetmultipeln om 15,3 bestäms genom en multipelregression. Regressionen sätter peers nuvarande värdering (R12M) i förhållande till dess förväntade EBITDA-tillväxt enligt estimat. Peers utgörs av Transtema, Hexatronic, DistIT, Bahnhof och Bredband2. Regressionen implicerar en targetmultipel om EV/EBITDA 15,3. Det ska betonas att datamaterialet innehåller relativt få datapunkter med stor spridning. Därmed bör den implicerade targetmultipeln ses som ett grovt estimat. I ett Base scenario handlas Alcadon till EV/EBITDA 8 vilket ger en uppsida om 28 % på 2019 års prognos. I ett Bull scenario estimeras targetmultipeln till EV/EBITDA 17 vilket ger en uppsida om 43 %. I ett Bear scenario uppgår targetmultipeln till EV/EBITDA 10 vilket motsvarar en nedsida om -16 %.

EV/EBITDA mot EBITDA-tillväxt


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

² Markets and Markets, "5G Infrastructure", 2017.

INVISIO COMMUNICATIONS

ANALYTIKER: JOHAN BROWN & SEBASTIAN WÜRTZ

ÖVERSIKT



I dagsläget pågår ca 50 moderniseringsprogram bland världens militärer. Med en unik produkt, vars försäljning tyder på att den är uppskattad av de ledande militära styrkorna i västvärlden, har Invisio potential att kapitalisera på dessa upphandlingar. Bolaget väntas kunna öka försäljning och förbättra marginaler genom en breddad produktportfölj. Genom en DCF-värdering indikeras en uppsida om 9 %.

Invisio Communications Aktiebolag ("Invisio" eller "Bolaget") är en producent och leverantör av kommunikationsprodukter för extrema miljöer. Bolagets nyckelkunder är framförallt militär och bolaget har idag goda relationer med b.l.a. amerikanska och brittiska styrkor.

Hög teknikhöjd och starka kundrelationer skapar inträdesbarriärer. Invisios flagskeppsprodukt är hörlurar, men produktportföljen består av flertalet kompletterande kommunikationsprodukter. Hörlurarna besitter hög teknikhöjd då de skyddar soldater från skadliga ljud genom att dämpa höga frekvenser samtidigt som hörlurarna kan förstärka låga frekvenser, hörlurarna kan även användas för radiokommunikation. Bolaget har patent på viktiga delar i produkten, vilket gör att produkten blir svår att replikera, och i kombination med den höga teknikhöjden leder detta till höga inträdesbarriärer. Bolaget har även goda relationer och kontrakt med de ledande militärmakterna i västvärlden bl.a. USA och England. De goda relationerna understyrks av det faktum att Invisio historiskt sett erhållit återkommande ordrar från framförallt USA och andra NATO-länder. Bolagets lösning fick 97,45 % av 100 % möjliga i ett test av *British THPS (Tactical Hearing Protection Systems) program*,¹ vilket visar på hög kundnöjdhet. Goda relationer och kontrakten i kombination med Invisios produkters höga teknikhöjd befäster Bolagets marknadsposition genom att skapa inträdesbarriärer.

Ökad säljstyrka väntas ge Bolaget en stärkt marknadsposition. Invisio har sedan 2016 satsat på att stärka säljpersonalen. Detta har påverkat Bolagets marginaler negativt och 2017 sjönk rörelsemarginalen från 27 % till 21 %. Bolaget har öppnat lokala kontor i länder där nyckelkunder finns, vilket väntas stärka kundrelationerna ytterligare. Enligt Bolaget pågick ett 50-tal militära moderniseringsprogram 2015 i omkring 40 länder.² Bolagets satsningar på ett stärkt säljteam förväntas göra att Invisio kan vinna en omfattande del av dessa. Detta i kombination med fortsatt god orderingång från redan existerande kunder, samt försäljning av Bolagets nya produkt, estimeras en omsättningstillväxt CAGR om 18 % mellan 2018E och 2020E.

Potentiell uppköpskandidat av GN Store Nord. Januari 2018 annonserade GN att de ger sig in i samma bransch som Invisio. Invisio har som tidigare nämnts en stark marknadsposition med både patent och långtidskontrakt med b.l.a. UK Ministry of Defense. Med hänsyn till GN:s kassa, skuldsättning och fria kassaflöden, anses det möjligt att GN skulle vara intresserade av att förvärva Invisio. Detta för att komma åt de värdefulla kontrakten, de goda relationerna, patenten och den stora teknikkunskap som Bolaget besitter.

NUVARANDE KURS

64,7 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (12 MÅNADER)

56,1 kr

70,3 kr

95,9 kr

Osäker intjäning till följd av statliga kunder. Då Invisio är exponerade mot statliga kunder medför detta långa ledtider för upphandlingar. Bolaget är även beroende av stora orderingångar, då en majoritet av omsättningen kommer från 8-12 stora ordrar per år. Detta kan leda till en fluktuerande försäljning som skapar osäkerhet om när och hur omsättningstillväxten kan uppstå. Vidare skapar beroendet av stora ordrar ytterligare osäkerhet vid en potentiell förlust av en nyckelkund framgent. Dock besitter statliga kunder hög betalningsförmåga, vilket sänker risken för eventuella kreditförluster.

Bolaget estimeras växa med en CAGR om 18 % fram till 2020E. Mellan 2017A och 2020E estimeras bolaget växa med en CAGR om 18 %. Tillväxten drivs av stärkt säljpersonal och ökad geografisk närvaro. 2019E och 2020E estimeras tillväxten uppgå till 21 % vilket är en följd av tilltagande försäljning av Invisio nya produkt *INVISIO Intercom*. Under samma period förväntas EBIT-marginalen att öka från 21 % till 27 %. Marginalförbättringen kan härledas till minskade försäljningskostnader. Detta till följd av de nya lokala säljheterna som väntas minska de betydande provisionskostnader på de större orderarna. Vidare estimeras *INVISIO Intercom* vara mer lönsam än Invisios övriga produkter. Detta förväntas bidra till marginalförbättringarna genom att bruttomarginal ökar från 55 % till 60 %.

	2017A	2018E	2019E	2020E
Omsättningstillväxt	10,8 %	13,9 %	18,6 %	21,3 %
EBIT-marginal	21 %	26 %	27 %	27 %
EV/EBIT	34,9	25,3	20,4	16,8

Efter estimatperioden förväntas Bolagets kontinuerliga satsningar på R&D vara den största drivaren av Bolagets framtida tillväxt.

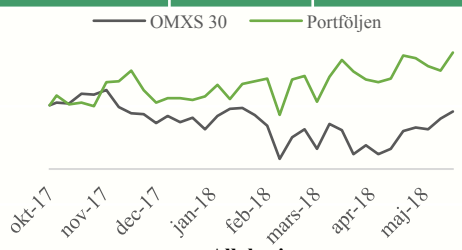
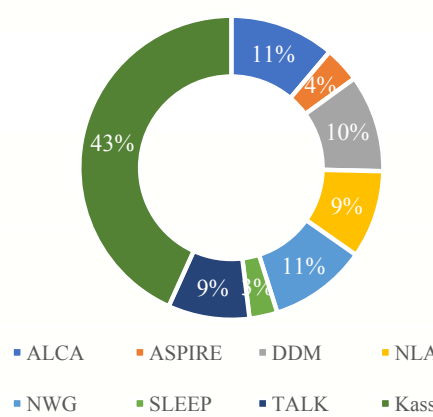
DCF-värdering implicerar en kurs om 70,3 SEK, en uppsida om 9 %. Med en kapitalstruktur som saknar räntebärande skulder räknas WACC utifrån *Cost of Equity*. Den WACC som erhålls är 9,36 %. Med denna WACC, nämnda drivare och en *Terminal Growth Rate* om 2,5 % ges i ett Base scenario ett implicerat aktiepris om 70,3 SEK, motsvarande en uppsida om 9 %.

Growth Rate			WACC		
	8,4 %	8,9 %	9,4 %	9,9 %	10,4 %
1,5 %	75,4	69,5	64,5	60,0	56,1
2,0 %	79,3	72,8	67,2	62,3	58,1
2,5 %	83,9	76,5	70,3	64,9	60,3
3,0 %	89,3	80,9	73,9	67,9	62,8
3,5 %	95,9	86,1	78,1	71,4	65,6

¹ Invisios årsredovisning 2015.

² Invisio prospekt 2015.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	1,15 %	2,70 %
					YTD	2,65 %	6,95 %
					SEDAN START	- 0,99 %	8,33 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 7,9 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	28,8 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,5 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 2,7 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 20,1 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 13,7 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	9,3 %			

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Under den gångna veckan har två av portföljens innehav avyttrats. Drillcon såldes på 6,30 kr (ingångsvärde 5,18 kr) och Stillfront Group såldes på 215,5 kr (ingångsvärde 180,11 kr). Stillfronts aktie har gått upp 25 % i år och vi anser att den är fullvärderad på denna kursnivå.

Drillcons rapport kom in sämre än väntat och därav avyttrades innehavet. 2018-05-08 släppte Drillcon sin första kvartalsrapport för 2018. Nettoomsättningen ökade med 1 % till 84,6 (83,9) MSEK i första kvartalet. Vidare sjönk EBITDA med 24 % till 10,3 (13,5) MSEK. VD Patrik Rylander kommenterar rapporten och säger: "Ökad omsättning och långa kontrakt men uppstarter och produktionsstörningar påverkar kvartalsresultatet negativt.

Aspire Globals kvartalsrapport uppvisade intäkter om 18,4 MEUR (16,1) i första kvartalet, motsvarande en ökning med 14 %. Vidare uppgick antalet nya spelare till 69 200 (53 900), motsvarande en ökning med 28 %. Bolagets VD, Tsachi Maimon, kommenterar rapporten och säger: "2018 inleddes med lanseringen av Sportsbook och den inledande responsen har överträffat bolagets förväntningar. Det andra kvartalet har inletts med positivt momentum och intäkterna i april översteg motsvarande månad föregående år med 60 procent och var 33 procent högre än genomsnittet under årets första tre månader."

ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter att bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett Base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 8 på 2019 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 28 %.

INVISIO COMMUNICATIONS

I dagsläget pågår ca 50 moderniseringsprogram bland världens militärer. Med en unik produkt, vars försäljning tyder på att den är uppskattad av de ledande militära styrkorna i västvärlden, har Invisio potential att kapitalisera på dessa upphandlingar. Bolaget väntas kunna öka försäljning och förbättra marginaler genom en breddad produktportfölj. Genom en DCF-värdering indikeras en uppsida om 9 %.

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: Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterpoofing.

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

Johan Brown äger aktier i: Alcadon Group.

Sebastiaan Würtz 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