

PORTFÖLJEN

NR 28, MAJ 2018, V. 21

VECKANS UPPLAGA

HANZA HOLDING AB

Positiv lönsamhetstrend och låg värdering

Läs mer om Hanza Holding AB på *sida 3*

BE GROUP AB

Fortsatt stark efterfrågan av stål väntas driva tillväxt

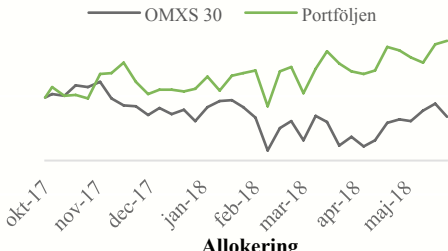
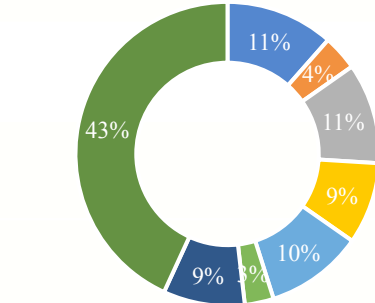
Läs mer om BE Group AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

Talkpool Q1-rapport överraskade med en högre lönsamhet än väntat

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 2,14 %	0,47 %
					YTD	0,45 %	7,46 %
					SEDAN START	- 3,10 %	8,84 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 4,2 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	32,6 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 6,2 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 9,0 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 21,2 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 10,2 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	10,0 %			

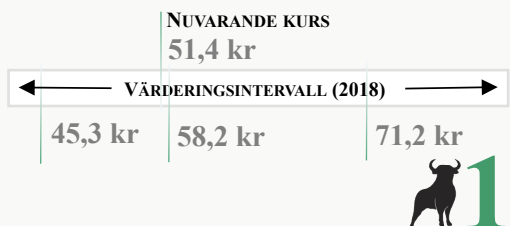
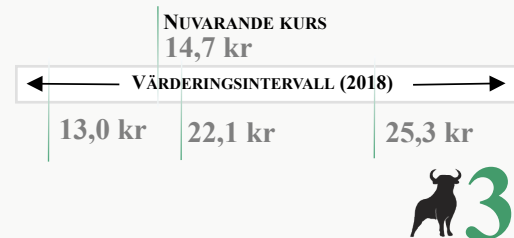
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

HANZA HOLDING AB

2018 står Hanza inför ett strategiskifte där fokus ligger på att förbättra lönsamheten genom effektivisering av Bolagets fabriker. Hanza väntas växa med 28 % 2018E och 6 % 2019E, drivet av konsolidering av förvärv och ingående orderbok. Lönsamheten väntas stärkas från en EBITDA-marginal om 5,5 % 2017 till 7,4 % 2019E. Givet dessa antaganden värderas Hanza till EV/EBITDA om 5,3 på 2019E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 50 %.

BE GROUP AB

BE Group har under 2017 avvecklat en olönsam produktionsenhet och strategiskt fokuserat på lönsamhet genom lagerstyrning och digitalisering. Till följd redovisade Bolaget sitt högsta rörelseresultat sedan 2008 i Q1-2018. BE Group estimeras fortsätta stärka lönsamheten och stärka EBITDA-marginalen från 2,6 % 2017 till 3,3 % 2018E. I ett Base scenario antas en targetmultipel om EV/EBITDA 9 vilket motsvarar en uppsida om 13 % 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/

HANZA HOLDING AB

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW

ÖVERSIKT



2018 står Hanza inför ett strategiskifte där fokus ligger på att förbättra lönsamheten genom effektivisering av Bolagets fabriker. Hanza väntas växa med 28 % 2018E och 6 % 2019E, drivet av konsolidering av förvärv och ingående orderbok. Lönsamheten väntas stärkas från en EBITDA-marginal om 5,5 % 2017 till 7,4 % 2019E. Givet dessa antaganden värderas Hanza till EV/EBITDA om 5,3 på 2019E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 50 %.



Hanza Holding AB ("Hanza" eller "Bolaget") är en industriell kontraktstillverkare och erbjuder tillverkningslösningar inom elektronik, mekanik, kablage och slutmontering. Bolaget tillhandahåller tillverkningslösningar genom deras fem fabriker, vilka tillhandahåller ett brett spektrum av tillverkningsteknologier. Hanza är verksamma i Sverige, Finland, Estland, Slovakien och Kina och bland Bolagets kunder finns bl.a. Atlas Copco, Getinge, Ericsson, Volvo, ABB och Saab.

Strategiskt fokus på lönsamhet väntas leda till en EBITDA-marginal om 7,4 % 2019E. Hanza grundades 2008 och etablerade då en strategi bestående av tre faser. Fas 1 och fas 2 syftade till att bygga upp fabriker som tillhandahåller olika typer av teknologier och rådgivning. Bolaget slutförde fas 2 2017 och påbörjar fas 3 2018, vilken syftar till att öka lönsamheten och effektivisera verksamheten. Bolaget har infört effektiviseringsprogrammet CORE-programmet (Cluster Operation Excellence). Detta program har bl.a. resulterat i att Bolagets fabriker i Estland har ökat effektiviteten med 10 %. Februari 2018 förvärvades Wermland Mechanics, vilken har högre lönsamhet på både bruttonivå och rörelsenivå jämfört med Hanza. Till följd av Bolagets effektiviseringsprogram och förvärvet väntas lönsamheten förbättras från en EBITDA-marginal om 5,5 % 2017 till 7,4 % 2019E.

Värderas till EV/EBITDA 6,3 på 2018 års prognos. Hanza prognostiseras omsätta 1 835 MSEK på 2018E, motsvarande en tillväxt om 28 %. Tillväxten drivs av en konsolidering av förvärvet, Wermland Mechanics, ingående ordervärden och antaganden om nya ordervärden. Genom förvärvet väntas 336 MSEK adderas till omsättningen 2018E. Vidare har Bolaget erhållit ordervärden från Silvas, Aspstec Systems och Harju Elekteer, vilka uppgår till 37 MSEK 2018E. Bolaget antas också erhålla nya ordervärden om 21 MSEK 2018E, vilket motsvarar värdet på en historisk genomsnittsorder. Bruttomarginalen väntas stärkas från 42,7 % 2017 till 44,2 % 2018E, till direkt följd av att Wermland Mechanics har 8 % högre bruttomarginal än Hanza. På rörelsenivå väntas rörelsekostnader som andel av omsättning sjunka från 39,2 % 2017 till 36,3 % 2018E drivet av Bolagets effektiviseringsprogram och att Wermland Mechanics har en lägre kostnadsbas på rörelsenivå. Till följd av starkt bruttomarginal och förbättrad kostnadskontroll väntas EBITDA-marginalen stärkas från 5,5 % 2017 till 6,5 % 2018E. Givet dessa antaganden värderas Hanza till EV/EBITDA om 6,3 på 2018E. För 2019E prognostiseras Hanza omsätta 1 942 MSEK motsvarande en tillväxt om 5,9 %. Tillväxten drivs av ingående ordervärden om 50 MSEK och antaganden om att Bolaget

får in en order om 21 MSEK. Effektiviseringsprogrammet för Bolagets fabriker väntas leda till lägre rörelsekostnader som andel av omsättningen och därmed fortsätta stärka lönsamheten framgent. Således estimeras Bolaget nå en EBITDA-marginal om 7,4 % på 2019E. Givet dessa antaganden värderas Hanza till EV/EBITDA om 5,3 på 2019E.

MSEK	2017	2018E	2019E
Omsättning	1 439	1 835	1 942
Tillväxt (Y/Y)	8%	28%	6%
Bruttomarginal	42,7%	42,8%	42,8%
Rörelsekostnader %	39,2%	36,3%	35,4%
EBITDA-%	5,5%	6,5%	7,4%
EV/EBITDA	6,3	6,3	5,3

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF) indikerar en uppsida om 50 %. Beräkningarna är baserade på en WACC om 10,4 %, baserad på en normaliserad riskfri ränta om 3,4 % och en storlekspremie om 2,3 %.¹ I ett Base scenario antas EBIT-marginalen inkrementellt förbättras från 2,5 % (2017) till 4,0 % fram till 2022E och ett investeringsbehov om ca 2 % av omsättning under samma period. Vidare antas oändlighetstillväxten i terminal value till 1 %. Givet dessa antaganden resulterar en DCF-värdering i ett indikativt värde om ca 22 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 50 %. Nedan presenteras en känslighetsanalys, som illustrerar hur ett indikerat värde av Bolaget styrs av oändlighetstillväxt och WACC (mörkare färg illustrerar lägre sannolikhet). En stor del av värdet är tillförligt terminal value, vilket resulterar i att antaganden om tillväxt och WACC får stora utslag på Bolagets diskonterade värde. I ett Bull scenario antas en oändlighetstillväxt om 2 % och en WACC om 10 %, vilket resulterar i ett indikativt värde om 25 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 72 %. I ett Bear scenario antas en oändlighetstillväxt om 0 % och en WACC om 12 %, vilket resulterar i ett indikativt värde om 13 SEK per aktie, motsvarande nedsida om -13 %.

		Oändlighetstillväxt				
Indikativt						
WACC	Aktiepris	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	8%	28	30	32	35	38
	9%	23	25	27	28	31
	10%	20	21	22	24	25
	11%	17	18	19	20	21
	12%	13	15	16	17	18

¹PWC, Riskpremien på den svenska aktiemarknaden, 2018

BE GROUP AB

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW

ÖVERSIKT



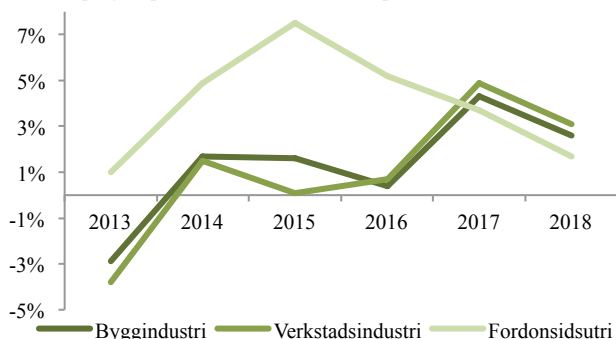
BE Group har under 2017 avvecklat en olönsam produktionsenhet och strategiskt fokuserat på lönsamhet genom lagerstyrning och digitalisering. Till följd redovisade Bolaget sitt högsta rörelseresultatet sedan 2008 i Q1-2018. BE Group estimeras fortsätta stärka lönsamheten och stärka EBITDA-marginalen från 2,6 % 2017 till 3,3 % 2018E. I ett Base scenario antas en targetmultipl om EV/EBITDA 9 vilket motsvarar en uppsida om 13 % 2018E.



BE Group AB ("BE Group" eller "Bolaget") är ett handels- och serviceföretag inom stål- och metallbranschen. BE Group erbjuder direkt- och lagerförsäljning av handelsstål, specialstål, rostfritt stål och aluminium. Bolaget tillhandahåller även produktionsservice, materialrådgivning och logistiklösningar. Bolagets kunder utgörs primärt av företag verksamma inom tillverknings- och byggindustrin i Sverige, Finland och Baltikum.

Fortsatt stark efterfrågan av stål väntas driva tillväxt. Bolagets efterfrågan drivs primärt av efterfrågan av stål i bygg- och tillverkningsindustrin. Vidare är Bolagets omsättning starkt korrelerad med hur mycket marknaden för stålkonsumtion växer. Enligt Eurofer (European Steel Association) väntas stålkonsumtionen inom Europa vara på fortsatt höga nivåer 2018.¹ Tillväxtprognosen för stålkonsumtion inom byggindustrin i Europa väntas uppgå till 2,6 % 2018 och motsvarande siffra för verkstadsindustrin uppgår till 3,1 %. Tillväxtprognosen är något lägre än 2017 men jämfört med tillväxttakten för perioden 2013-2017 bedöms efterfrågan vara fortsatt hög för 2018. BE Group har ingen exponering mot USA vilket gör att eventuella importtullar på stål inte borde påverka verksamheten.

Tillväxtprognos per sektor inom stål för Europa



Källa: Eurofer

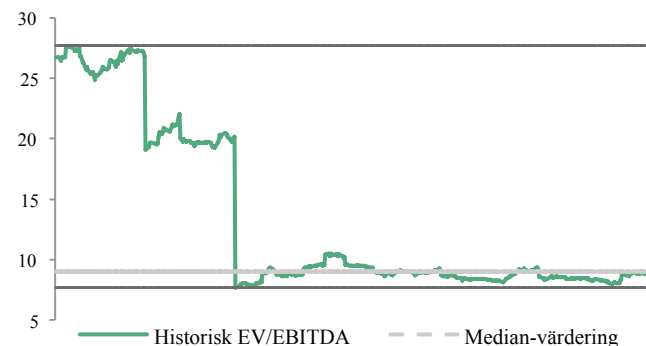
Omstruktureringar under 2017 väntas leda till lönsamhetsförbättring. BE Group har under en längre period belastats med en olönsam produktionsenhet i Eskilstuna. Bolaget har genomfört förbättringsåtgärder för att försöka uppnå lönsamhet av produktionsenheten, utan framgång. 2017 beslutade BE Group att avveckla produktionsenheten i Eskilstuna. Vidare har Bolaget under 2017 strategiskt fokuserat på att stärka lönsamheten genom inköpsarbete, lagerstyrning och digitalisering. Till följd av avvecklingen av produktionsenheten och strategiskt fokus på lönsamhet under 2017, levererade BE Group i Q1-2018 sitt högsta

rörelseresultatet sedan 2008. EBITDA-marginalen för Q1-2018 uppgick till 5,1 %, vilket kan jämföras med 2017 års EBITDA-marginal om 2,6 %.

Estimeras förbättra lönsamheten till en EBITDA-marginal om 4,1 % på 2019E. BE Group prognostiseras omsätta 4 470 MSEK på 2018E, motsvarande en tillväxt om 3 %. Tillväxten drivs av den underliggande efterfrågan av stål från bygg- och tillverkningsindustrin. Lönsamheten väntas stärkas från en EBITDA-marginal om 2,6 % 2017 till 3,3 % 2018E, till följd av fortsatt effekt från omstruktureringarna 2017. Givet dessa antaganden värderas BE Group till EV/EBITDA 7,9 2018 års prognos. På 2019E väntas tillväxten avta till 2 % till följd av en något lägre stålkonsumtion från deras kunder. EBITDA-marginalen för 2019E väntas uppgå till 3,9 %. Givet dessa antaganden värderas BE Group till EV/EBITDA om 6,6.

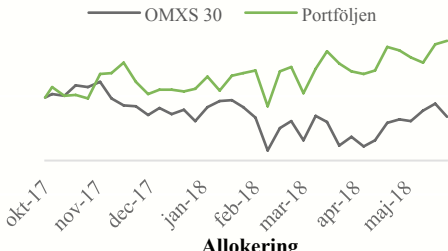
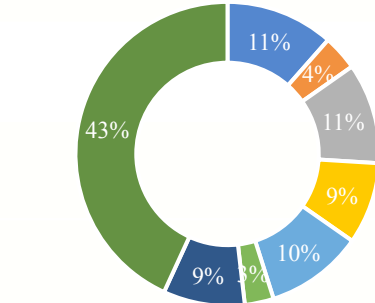
MSEK	2017	2018E	2019E
Omsättning	4 348	4 470	4 559
Tillväxt (Y/Y)	12 %	3 %	2 %
EBITDA	111	148	178
EBITDA-marginal	2,6 %	3,3 %	3,9 %
EV/EBITDA	10,0x	7,9x	6,6x

En targetmultipl om EV/EBITDA 9 ger en indikativ uppsida om 13 % på 2018E. För att värdera BE Group används en scenarioanalys utifrån ett historiskt snitt av rullande EV/EBITDA under perioden H2-16 till H1-18. Givet gjorda antaganden om omsättning och marginal värderas BE Group till EV/EBITDA 7,9 på 2018E. I ett Base scenario antas en targetmultipl om EV/EBITDA 9 vilket motsvarar den rullande historiska medianvärderingen. Detta indikerar en uppsida om 13 %. I ett Bull Scenario antas en högre targetmultipl om 11, vilket indikerar en uppsida om 38 %. I ett Bear Scenario antas en lägre targetmultipl om 7, vilket indikerar en nedsida om -12 %.



¹Eurofer, Economic Steel Market Outlook 2018-2019, 2018

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	- 2,14 %	0,47 %
					YTD	0,45 %	7,46 %
					SEDAN START	- 3,10 %	8,84 %
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 4,2 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	32,6 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 6,2 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 9,0 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 21,2 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 10,2 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	10,0 %			

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Under den gångna veckan har Talkpool publicerat sin Q1-rapport. Analyst Group är fortsatt positiva till Bolaget och väljer att behålla Bolaget i portföljen.

2018-05-25 släppte Talkpool sin första kvartalsrapport för 2018. Nettoomsättningen ökade med 77 % till 6 116 (3 455) EUR i första kvartalet. Vidare uppgick EBITDA-marginalen till 8,6 % (-3,7%). Talkpools rapport kom in bättre än väntat vad gäller lönsamhet men något under förväntningarna på nettoomsättningen. Lönsamhetsförbättringen är en direkt följd av att en större andel av omsättningen kommer från IoT. VD Erik Strömstedt kommenterar rapporten och säger: "Vi har överträffat tillväxtförväntningarna för de första två åren och vi ligger långt före vår plan."

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."

HANZA HOLDING AB

2018 står Hanza inför ett strategiskifte där fokus ligger på att förbättra lönsamheten genom effektivisering av Bolagets fabriker. Hanza väntas växa med 28 % 2018E och 6 % 2019E, drivet av konsolidering av förvärv och ingående orderbok. Lönsamheten väntas stärkas från en EBITDA-marginal om 5,5 % 2017 till 7,4 % 2019E. Givet dessa antaganden värderas Hanza till EV/EBITDA om 5,3 på 2019E och en DCF-värdering indikerar en uppsida om 50 %.

BE GROUP AB

BE Group har under 2017 avvecklat en olönsam produktionsenhet och strategiskt fokuserat på lönsamhet genom lagerstyrning och digitalisering. Till följd redovisade Bolaget sitt högsta rörelseresultatet sedan 2008 i Q1-2018. BE Group estimeras fortsätta stärka lönsamheten och stärka EBITDA-marginalen från 2,6 % 2017 till 3,3 % 2018E. I ett Base scenario antas en targetmultipel om EV/EBITDA 9 vilket motsvarar en uppsida om 13 % 2018E.

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, TalkPool, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterpoofing.

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

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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