

PORTFÖLJEN

Nr 26, MAJ 2018, v. 19

VECKANS UPPLAGA

FORTNOX AKTIEBOLAG

Årlig kundtillväxt om 24 % till 2020E

Läs mer om Fortnox Aktiebolag på *sida 3*

MIPS AB

Marknadstrender gynnar Bolagets produkterbjudande

Läs mer om Mips AB på *sida 4*

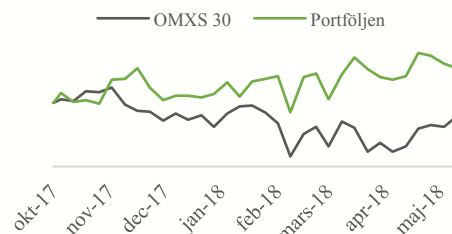
FÖRVALTARKOMMENTAR

Drillcons rapport kom in under förväntan

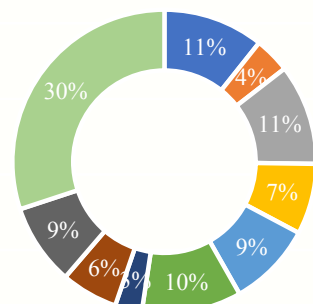
Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	1,66 %	- 0,70 %
					YTD	1,48 %	4,13 %
					SEDAN START	- 2,11 %	5,48 %
Drillcon	3	2017-11-12	5,18 kr	17,0 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 7,1 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	19,5 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,5 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 8,8 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	10,5 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 22,6 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 19,2 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	8,7 %			



Allokering



■ ALCA ■ ASPIRE ■ DDM ■ DRIL ■ NLAB
■ NWG ■ SLEEP ■ SF ■ TALK ■ Kassa

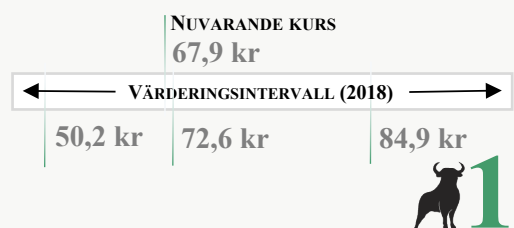
I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

FORTNOX AKTIEBOLAG

Idag uppskattas drygt 50 % små och medelstora bolag ha konverterat till molnbaserade lösningar. Konvertering väntas fortsätta och kundtillväxten estimeras till 24 % till 2020E. Samtidigt köper kunderna i genomsnitt endast 1,27 av Bolagets 9 produkter. Detta bedöms ge goda möjligheter till merförsäljning och ARPU estimeras växa med 7 % till 2020E. I ett Base scenario ges på 12 månaders sikt en uppsida om 18 %.

MIPS AB

Mips aktie har den senaste månaden apprecierat med 45,6 %. Detta har skett på grund av att Bolaget nått framgång i patenttvister som sänker legala risker, minskar legala engångskostnader och stärker Bolagets marknadsposition. Framöver estimeras en genomsnittlig omsättnings-tillväxt om 34,4 % fram till 2020E, en rörelsemarginal om 36,2 % för 2020E, och en potentiell uppsida om 7 %.



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/

FORTNOX AKTIEBOLAG

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE

ÖVERSIKT

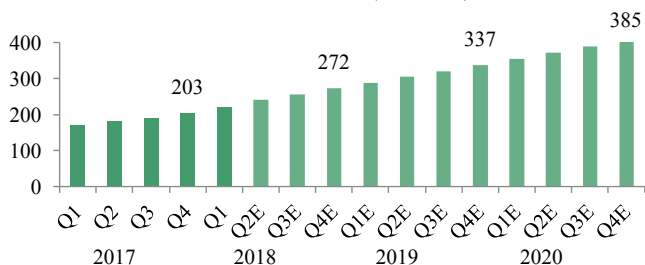


Idag uppskattas drygt 50 % små och medelstora bolag ha konverterat till molnbaserade lösningar. Konvertering väntas fortsätta och kundtillväxten estimeras till 24 % till 2020E. Samtidigt köper kunderna i genomsnitt endast 1,27 av Bolagets 9 produkter. Detta bedöms ge goda möjligheter till merförsäljning och ARPU estimeras växa med 7 % till 2020E. I ett Base scenario ges på 12 månaders sikt en uppsida om 18 %.

Fortnox Aktiebolag ("Fortnox" eller "Bolaget") är en svensk leverantör av molnbaserade redovisnings- och administrations-tjänster. Bolaget fokuserar på små och medelstora företag med upp till 20 anställda. Antalet kunder uppgick Q1-18 till 220 000.

Årlig kundtillväxt om 24 % till 2020E. Fortnox erbjuder molnbaserade tjänster för redovisning och administration. Till följd av produkternas fördelar i form av användarvänlighet och effektivisering i kombination med låga priser har antalet kunder vuxit explosionsartat, CAGR om 32 % 2012-2017. Fortnox bedömer att antalet potentiella kunder i Sverige uppgår till knappt 800 000. Vid början av 2017 uttalade sig Bolagets VD om att Fortnoxs marknadsandel uppgick till över 50 %. Då antalet kunder vid tidpunkten var 155 000 motsvarar det ett totalt antal företag som konverterat till molntjänster om cirka 310 000 och en penetrationsgrad om knappt 40 %. Då Bolaget sedan dess växt antalet kunder till 220 000 vid utgången av Q1-18 antas marknadspenetrationen uppgå till drygt 50 %. Framgent väntas övergången till molnbaserade lösningar fortsätta där Fortnox idag innehar en ledande position. Sammantaget estimeras antalet kunder växa med CAGR 24 % till 2020E.

Antal kunder (tusental)



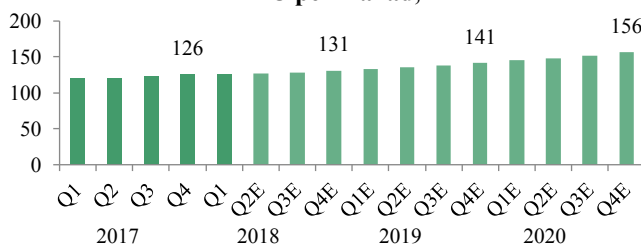
ARPU väntas öka med CAGR 7 % till 2020E. Q1-18 uppgick den månatliga *average revenue per user*, ARPU, till 126 SEK. Då majoriteten av Bolagets produkter kostar 99 SEK per månad innebär de att antalet sålda produkter per kund uppgår till cirka 1,27, förmodligen något högre hänförligt rabatter och olika partnerlösningar. Då det anses vara naturligt för kunder med ytterligare behov att vända sig till lösningar inom samma ekosystem är potentialen för utökad försäljning till befintliga kunder mycket stor. Bolaget har 9 basprodukter som inte är direkt överlappande. Att produkterna dessutom är lågt prissatta (de flesta 99 SEK per månad) på en absolut nivå bedöms barriärerna att köpa ytterligare tjänster för den enskilda kunden som låga. Utöver detta erbjuder Fortnox även försäkring och finanstjänster. Dessa utgör idag en mindre del av omsättningen (cirka 15 %) men är på sikt en ytterligare möjlighet till merförsäljning till befintliga kunder. Sammantaget estimeras ARPU öka till 151 SEK 2020E motsvarande en CAGR om 7 %-

NUVARANDE KURS

61,1 kr



ARPU per månad, R12



Ökad konkurrens kan försämra tillväxten. Under tiden som Fortnox erövrat en stor marknadsandel har flertalet konkurrerande molnbaserade alternativ tillkommit. Trots Bolagets ledande position kan det innebära svårigheter för att bibehålla marknadsandel för de som konverterar till molnbaserat. Vidare finns idag flertalet mindre bolag som vänder sig till samma kundgrupp med en betydligt mer automatiserad lösning. Framgent blir det således en nyckelfaktor att kunna utveckla plattformen för att bibehålla befintliga samt erövra nya kunder.

I ett Base scenario förväntas Fortnox växa antalet kunder med CAGR 24 % och ARPU med 7 % till 2020E. Sammantaget ger det en omsättningstillväxt om CAGR 36 %. EBIT-marginalen estimeras öka från 23 % 2017 till 37 % 2020. Detta hänförs till skalbarheten i licensieringen av mjukvara. Dessutom väntas merförsäljningen till befintliga kunder medföra lägre kostnadsökningar jämfört med försäljning till nya kunder.

Base scenario	2018E	2019E	2020E
Omsättningstillväxt	41 %	38 %	34 %
EBIT-tillväxt	62 %	63 %	52 %
EV/EBIT	34,8x	21,3x	14,0x

Värderingen baseras på en peer-grupp av svenska snabbväxande mjukvaruföretag vilka estimeras växa EBIT med i instt 30 % 2018E och 2019E.¹ Dessa handlas till en median-EV/EBIT om 19x 2019E. Utifrån detta bestäms en targetmultipl om 17,5x på nästa års vinst. Applicerat på EBIT 2020 ges en implicit uppsida om 18 % på 12 månaders sikt.

I ett Bull scenario estimeras Fortnox växa antalet kunder med 26 % och ARPU med 9 % till 2020E. EBIT-marginalen förväntas öka till 39 %. Givet en targetmultipl om 18,5x ges en implicit uppsida om 51 % på 12 månaders sikt.

I ett Beaar scenario estimeras Fortnox växa antalet kunder med 18 % och ARPU med 5 % till 2020E. EBIT-marginalen förväntas öka till 28 %. Givet en targetmultipl om 18,5x ges en implicit nedsida om 38 % på 12 månaders sikt.

¹ Reuters Eikon, 2018-05-13

ÖVERSIKT



Mips aktie har den senaste månaden apprecierat med 45,6 %. Detta har skett på grund av att Bolaget nått framgång i patenttvister som sänker legala risker, minskar legala engångskostnader och stärker Bolagets marknadsposition. Framöver estimeras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 34,4 % fram till 2020E, en rörelsemarginal om 36,2 % för 2020E, och en potentiell uppsida om 7 %.

NUVARANDE KURS

67,9 kr



MIPS AB ("Mips" eller "Bolaget") utvecklar och säljer hjämlösningar för skydd mot rotationsrörelser som kan överföras till hjärnan vid sneda islag. Produkten MIPS Brain Protection System ("MIPS BPS") säljs till ledande globala hjämlproducenter som applicerar Bolagets lösning för ökad hjärnsäkerhet. Huvudkomponenten fungerar som ett innerskikt som imiterar hjärnans egna skyddssystem och möjliggör att huvudet kan röra sig i samma riktning som det sneda islaget för att skydda hjärnan från hjärnskakningar.

Marknadstrender gynnar Bolagets produkterbjudande. Trots en minskning av vintersportutövare har försäljningen av vinteraccessoarer ökat. Därmed har genomsnittspriser inom branschen ökat.¹ Bolaget har även identifierat att samma trend återfinns inom cykelhjälm där utvecklingen indikerar på att slutkonsumenter har i högre grad har sökt sig till pålitliga varumärken och bättre säkerhetsfunktioner. Detta gynnar Mips i och med Bolagets starka positionering inom just mellan- och premiumsegmentet för cykel- och skidhjälm. Vidare har även Bolaget framgångsrikt lanserat nya hjälm för motorcyklar vilket illustrerar MIPS BPS som en attraktiv komponent för alla typer av hjälm. I dagsläget bedömer Bolaget att en CAGR-tillväxt om 40,2 % i antal sålda hjälm fram till 2020E. I och med målet avser Bolaget att nå ca 14,8 % av den initiala fokusmarknaden (43 miljoner), mot dagens 5,4 %.

MIPS BPS förändrar fokus i branschen. Fokus och utvecklingsområdet som prioriteras inom hjämlbranschen har under en längre tid varit utveckling av skydd för raka islag, vilket krävs enligt lag. Med MIPS BPS skyddas hjärnan även vid sneda islag som idag sker mer frekvent och orsakar fler hjärnskakningar. Enligt tester sjunker risken fyra gånger för huvudskakningar när MIPS BPS används.² Detta illustrerar hur systemet förändrat fokus i branschen, där fler hjämtillverkare kombinerar hjälm med MIPS BPS, och fler kunder kräver rotationssäkerhet då försäkringsbolag rekommenderar det. Vidare är det inte osannolikt att lagen anpassas för att gälla sneda islag. Detta på grund av den skada som sneda islag orsakar på hjärnan, samt hur dessa olyckor sker mer frekvent, speciellt inom snösporter, motorcykelsporter etc.

Bolagets framgångar illustrerar en stark marknadsposition. På grund av att den teknik som finns i MIPS BPS förhindrar hjärnskador effektivare, har hjämtillverkare börjat utveckla liknande lösningar in-house. T.ex. så har Bauer Hockey och POC har utvecklat liknande rotationsskydd. Detta har lett till patenttvister i Kanada mot Bauer sedan 2014, där domstolsbeslut i veckan resulterade att Mips patent upprätthålls, Bauer har dock möjlighet att överklaga detta beslut. Vidare har även POC och Mips haft en rättstvist där istället en förlikning nått bestående i en överenskommelse om fördjupat samarbete. Med de framgångar och överenskommelser som Bolaget haft, illustreras patentens styrka och den marknadsposition Mips har. Detta i kombination med ett potentiellt införande av lagkrav för skydd mot sneda islag, skulle kunna stärka Bolagets position ytterligare.

I ett Base scenario växer nettoomsättningen om 28,3 %. Bolagets finansiella mål hänvisar till en nettoomsättning om 400 MSEK och en rörelsemarginal om 40 % under 2020E. Detta implicerar en framtida CAGR tillväxt i antal hjälm om 40,2 % i förhållande till Bolagets tillväxt 2017 om 38,8 %. I och med att Bolaget har gjort entré på deras huvudmarknader, cykel- och skidhjälm, väntas det därmed ta längre tid för Bolaget att uppnå sina finansiella mål, men tillväxt drivs fortfarande av nya befintliga marknader. En CAGR omsättningstillväxt om 34,4 % till 2020e medans rörelsemarginalen bedöms till ca 36,2 % 2020E. Med en diskonterad kassaflödesvärdering impliceras en potentiell uppsida om 7 %, där WACC uppgår till 12,9 %. Detta implicerar därmed att Mips handlas till en EV/EBIT multipel om 15x för 2020E.

I ett Bear scenario impliceras en nedsida om 26 %. Med försvagning av försäljning av MIPS BPS enheter till nya marknader såsom motorcyklar och ridsport, estimeras antalet enheter till ungefär 2920. Detta implicerar en CAGR omsättningstillväxt om 27,2 % fram till 2020E, en rörelsemarginal om 34,1 % på 2020E och en potentiell nedsida om 26 %.

I ett Bull scenario impliceras en uppsida om 25 %. Genom en stark försäljningsutveckling för MIPS BPS till skidhjälm och nya befintliga marknader estimeras en omsättning om 338 MSEK och en rörelsemarginal om 37,6 % för 2020E, och en potentiell uppsida om 25 %.

Känslighetsanalys av antal MIPS BPS-enheter sålda för 2018E

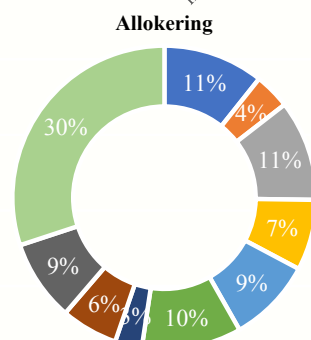
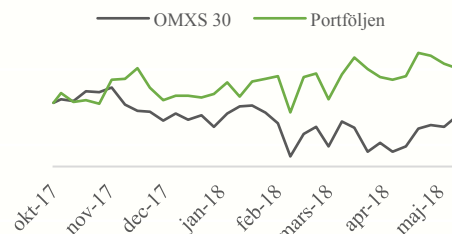
Antal enheter sålda (tusental)	2940	2980	3020	3060	3100	3140	3180	3220	3260	3300
Snittintäkter (SEK)	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3
Nettoomsättning (tSEK)	162 640	164 853	167 066	169 279	171 492	173 704	175 917	178 130	180 343	182 556
Handelsvarukost. per enhet (SEK)	-12,2	-12,1	-11,9	-11,8	-11,7	-11,5	-11,5	-11,4	-11,3	-11,2
Övriga bruttokostnader (SEK)	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Bruttointäkter per enhet (SEK)	41,6	41,8	41,9	42,0	41,6	42,3	42,4	42,5	42,6	42,6
Bruttointäkter (tSEK)	122 427	124 483	126 550	128 627	129 089	131 122	134 775	136 742	138 716	140 698
Bruttomarginal	75,3%	75,5%	75,7%	76,0%	75,3%	76,5%	76,6%	76,8%	76,9%	77,1%

¹ National Sporting Goods Association, *The Sporting Goods Market: 2015 Edition*. ² Testfakta, *Ny hjälmteknik gör skillnad*.

Vår vänliga ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING		
					1 VECKA	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					YTD	1,66 %	- 0,70 %
					SEDAN START	1,48 %	4,13 %
Drillcon	3	2017-11-12	5,18 kr	17,0 %	- 2,11 %	5,48 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	- 7,1 %			
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	19,5 %			
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	- 9,5 %			
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	- 8,8 %			
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	10,5 %			
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 22,6 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	- 19,2 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	8,7 %			



■ ALCA ■ ASPIRE ■ DDM ■ DRIL ■ NLAB
■ NWG ■ SLEEP ■ SF ■ TALK ■ Kassa

FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Under den gångna veckan har två av portföljens bolag rapporterat. Drillcon och Aspire Global har publicerat sina Q1-rapporter. Rapporterna har varit något under förväntan, där Drillcon och Aspire Global presterat något sämre än väntat.

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. Drillcons rapport kom in sämre än vad Analyst Group förväntat."

2018-05-08 publicerades Aspire Globals kvartalsrapport, som 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."

FORTNOX AKTIEBOLAG

Idag uppskattas drygt 50 % små och medelstora bolag ha konverterat till molnbaserade lösningar. Konvertering väntas fortsätta och kundtillväxten estimeras till 24 % till 2020E. Samtidigt köper kunderna i genomsnitt endast 1,27 av Bolagets 9 produkter. Detta bedöms ge goda möjligheter till merförsäljning och ARPU estimeras växa med 7 % till 2020E. I ett Base scenario ges på 12 månaders sikt en uppsida om 18 %.

MIPS AB

Mips aktie har den senaste månaden apprecierat med 45,6 %. Detta har skett på grund av att Bolaget nått framgång i patenttvister som sänker legala risker, minskar legala engångskostnader och stärker Bolagets marknadsposition. Framöver estimeras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 34,4 % fram till 2020E, en rörelsemarginal om 36,2 % för 2020E, och en potentiell uppsida om 7 %.

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 frånsäger 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.

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

Emil Erbing 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.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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