

PORTFÖLJEN

Nr 29, SEPTEMBER 2018, v. 37

VECKANS UPPLAGA

VITEC SOFTWARE GROUP

Förvärvsmaskin med hög skuldsättning

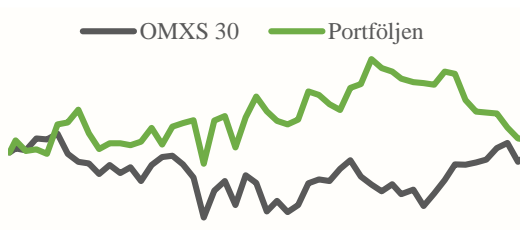
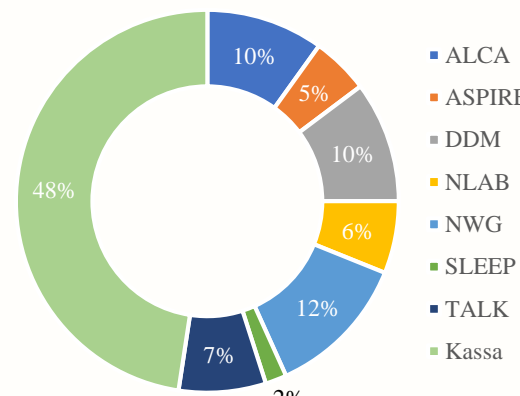
Läs mer om Vitec Software Group på *sida 3*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Vi lägger en volatil sommar bakom oss”

Läs mer på *sida 4*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 1,59 %, OMXS30 – 0,19 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	3,5 %	 
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	-7,8 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-17,1 %	
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	-42,1 %	
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	16,5 %	
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-52,5 %	
Talkpool	3	2018-02-16	73,12 kr	-27,9 %	

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:

VITEC SOFTWARE GROUP

Vitec är ett mjukvarubolag vars tillväxt främst härrör till förvärv. Bolagets återkommande intäkter uppgår idag till 75% och den skalbara affärsmodellen estimeras bidra till bättre framtida marginaler. Detta resulterar i en potentiell uppsida i ett Base scenario om 10 %, med en target-multipel om EV/EBIT 23x.



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/

VITEC SOFTWARE GROUP

ANALYTIKER: PATRIK NILSSON & VICTOR FORSS

ÖVERSIKT

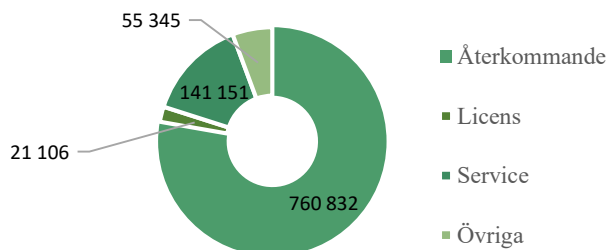


Vitec är ett mjukvarubolag vars tillväxt främst härrör till förvärv. Bolagets återkommande intäkter uppgår idag till 75% och den skalbara affärsmodellen estimeras bidra till bättre framtida marginaler. Detta resulterar i en potentiell uppsida i ett Base scenario om 10 %, med en target-multipel om EV/EBIT 23x.

Vitec Software Group ("Vitec" eller "Bolaget") är ett svenskt mjukvarubolag som erbjuder specialiserade affärssystem till företagskunder (B2B) inom områdena Bygg- & Fastighet, Energi, Finance- & Försäkring, Fastighetsmäklare, Fordon och verkstad, Kyrkor samt Utbildning. Vitec verkar i Danmark, Finland, Norge och Sverige, som är största marknaden vilken utgör 33 % av omsättningen.

Återkommande intäkter väntas växa om 7,6 % CAGR organiskt fram till 2020E. Idag utgörs Bolagets omsättning av 75 % repetitiva intäkter vilket skapar en stabil intäktsbas som sedan kan användas till fler förvärv, i enlighet med Vitecs strategi. Dessa återkommande intäkter väntas växa om 7,6 % årligen exklusive förvärv, vilket leder till totalt 761 mSEK repetitiva intäkter år 2020E.

Intäktsfördelning (tSEK exkl. förvärv) 2020E



Förvärvsstrategi möjliggör framtida tillväxt. Vitec har sedan 2015 förvärvat 8 bolag med en total omsättning om 351 mSEK, enligt deras uttalade strategi. Under 2019E och 2020E väntas Bolaget förvärva ytterligare, vilket estimeras vara bolagets primära tillväxt drivare framgent. Historiska förvärv har generellt varit gynnsamma, vilket tyder på att ledningen besitter relevant kompetens för framtida förvärv.

Skalbar affärsmodell ger förutsättningar för förbättrade marginaler i framtiden. Vitec erbjuder mjukvaruprodukter till olika affärsområden vilket innebär att kostnadsbasen inte nödvändigtvis ökar när fler kunder använder tjänsten. Detta gör att varje ny kund som använder Bolagets mjukvara bidrar till högre marginaler. Vitecs marginaler har dock varit pressade under senaste året och estimeras förbli så under 2018, men på längre sikt finns potential för expanderande EBITDA-marginaler.

Förvärvsdriven tillväxt i kombination med historiskt hög skuldsättning kan begränsa Bolagets tillväxtpotentialer. Vitec har idag en net debt to EBITDA om 1,8x, vilket är den historiskt högsta skuldsättningen för Bolaget. Omsättningstillväxten för första halvåret 2018 utgörs till 18,4 % av förvärv (1,6 % organiskt). Eftersom finansiering via lån är begränsat, måste köpeskilling antingen betalas kontant, eller via nyemitterade aktier. Sammantaget bör Bolagets framtida tillväxtpotentialer därav vara begränsade.

NUVARANDE KURS

82 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

47 kr

90 kr

104kr

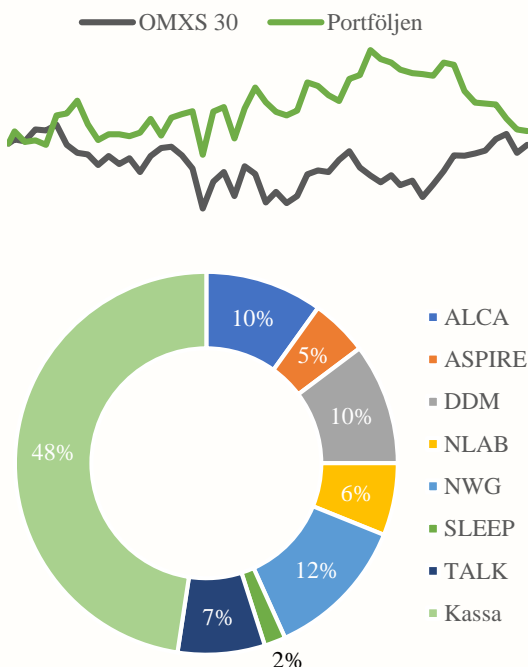
I ett Base scenario motiveras ett pris per aktie om 90 kr, vilket indikerar en potentiell uppsida om 10 %. I ett Base scenario estimeras Vitecs återkommande intäkter öka med en CAGR om 7,6 %. Bolaget väntas även förvärva 2 bolag årligen fram till 2020E, som sammantaget estimeras omsätta 60 mSEK. Detta baseras på att förvärvade bolag historiskt omsatt drygt 30 mSEK i genomsnitt. Sammantaget prognosticeras en omsättning om 1099 mSEK 2020E. Personalkostnader estimeras utgöra 54 % av nettoomsättningen och avskrivningar väntas även pressa lönsamheten. Detta resulterar i att Bolagets EBIT-marginaler fortsatt väntas vara begränsade under 2018E och uppgå till 10 %. EBIT-marginalerna estimeras öka till 12 % 2020E. Sammantaget resulterar detta i en EBIT-tillväxt om 34 % från dagens nivå (R12) till 2020E. Med en motiverad target-multipel om EV/EBIT 23x baserat på en jämförelse med peers värdering och tillväxt motiveras en potentiell uppsida om 10 %.

I ett Bull scenario motiveras ett pris per aktie om 104 kr, vilket indikerar en potentiell uppsida om 26 %. I ett Bull scenario väntas Vitec förvärva 3 bolag årligen med en omsättning om 30 mSEK vardera. Detta möjliggörs av starkare kassaflöden till följd av att marginalerna expanderar starkare än väntat. Som ett resultat av detta estimeras omsättningen öka med en CAGR om 10% till 2020E, vilket resulterar i en omsättning om 1138 mSEK. EBIT-marginalerna väntas uppgå till 13 % 2020E till följd av att personalkostnader minskar i relation till omsättningen, samtidigt som avskrivningstakten avtar. Detta motiverar en EBIT-tillväxt om 45 % (R12-2020E), vilket motiverar en högre target-multipel om EV/EBIT 24x. Sammantaget motiveras ett potentiellt pris per aktie om 104 kr, vilket leder till en potentiell uppsida om 26 %.

I ett Bear scenario motiveras ett pris per aktie om 51 kr, vilket indikerar en potentiell nedsida om 38 %. I ett Bear scenario väntas Bolagets höga skuldsättning och tillfälligt pressade marginaler begränsa utrymmet för framtida förvärv. Till följd av att Vitec endast har ca 2 % organiskt tillväxt är Bolaget beroende av att konstant kunna förvärva. Idag är skuldsättningen historiskt hög, vilket estimeras begränsa de framtida förvärven till endast ett de kommande två åren. Sammantaget ökar omsättningen med en CAGR om 5 % fram till 2020E. Avskrivningar av materiella och immateriella tillgångar, personalkostnader och finansiella kostnader estimeras vara fortsatt höga, vilket leder till en EBIT-marginal om 9 % 2018E. Dessa väntas sedan öka till 10 % till 2020E. Den estimerade negativa EBIT-tillväxten om -3,5 % motiverar en target-multipel om EV/EBIT 19x, vilket leder till ett potentiellt pris per aktie om 47 kr och en nedsida om -42 %.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 1,59 %, OMXS30 – 0,19 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	3,5 %	
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	-7,8 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-17,1 %	
Nordic Leisure	2	2017-11-05	25,54 kr	-42,1 %	
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	16,5 %	
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-52,5 %	
Talkpool	3	2018-02-16	73,12 kr	-27,9 %	



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

SOMMAREN SOM GÅTT

Under juli och augusti har bolagens Q2-rapporter kommit ut, med blandade resultat. Sett till börsen i helhet har rapporterna tagits emot med volatila reaktioner, där reaktionerna har varit stora på en mängd olika rapporter. Analyst Group kommer under kommande period se över innehavens investeringscase, och eventuellt genomföra flertalet förändringar.

Alcadon kom in med en svagare rapport än väntat, något som delvis förklaras med att en del av deras större kunder skjutit upp på tidigare planerade projekt. Alcadon visade på en negativ tillväxt, då de omsatte 134 MSEK, att jämföra med Q2 2017 då omsättningen låg på 136 MSEK. Bolaget visade även på ett avsevärt försämrat kassaflöde. Efter rapport utökade dock bolagets största ägare sin position ytterligare, en positiv signal trots den svaga rapporten.

Aspire Global visade på en signifikant tillväxt med 43 %, och bolaget visade ökade marginaler. Bolaget rapporterade en fin tillväxt i både sitt B2B- och B2C-segment, och såg en positiv utveckling sin nystartade sportbok som stod för nästan 10 % av omsättningen.

Nordic Leisure rapporterade en betydligt svagare rapport än väntat, till stor del drabbat av deras sportbok. Bolaget visade på en negativ organisk sekventiell tillväxt för andra kvartalet i rad och bolagets nya VD Robert Andersson har nu påbörjat ett förändringsarbete för att vända bolaget i rätt riktning framgent.

Nordic Waterproofing såg en positiv utveckling under sitt andra kvartal, där bolaget visade på en tillväxt om 22 % där majoriteten var förvärvsdriven. Med fortsatt hög efterfrågan på bolagets produkter och integrerande av förvärvet Veg Tech ser VD Martin Ellis positivt på att kunna stärka bolagets miljöeffektiva engagemang inom byggbranschen.

Talkpools tillväxt ökade med 60 %, hänförligt till förvärvet av LCC Pakistan. Bolaget visade upp en negativt sekventiell tillväxt om ca 10 %, något som fick ett kyligt mottagande av marknaden.

Sleepo rapporterade med sitt brutna räkenskapsår sin årsredovisning där bolaget rapporterade en tillväxt om 29 %. Sleepo visade på en långsammare tillväxt under sitt fjärde kvartal omsättningen växte 9 %, att jämföra med 22 % under Q3 för jämförbara kvartal.

DDM Holding rapporterade en tillväxt i ”net collections” om 55 %, en ökning både sekventiellt och med jämförbart kvartal. VD Henrik Wennerholm ser positivt på framtiden, men flaggar även för fortsatt slagiga resultat på kvartalsbasis.

VITEC SOFTWARE GROUP

Vitec är ett mjukvarubolag vars tillväxt främst härrör till förvärv. Bolagets återkommande intäkter uppgår idag till 75% och den skalbara affärsmodellen estimeras bidra till bättre framtida marginaler. Detta resulterar i en potentiell uppsida i ett Base scenario om 10 %, med en target-multiplik om EV/EBIT 23x.

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

Victor Forss äger aktier i: Talkpool

Patrik Nilsson äger aktier i: Nordic Waterproofing, Talkpool

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