

# PORTFÖLJEN

Nr 31, SEPTEMBER 2018, v. 39

## VECKANS UPPLAGA

### F-SECURE OYJ

Försämrade marginaler genom olika tillväxt i affärssegmenten  
Läs mer om F-Secure Oyj på *sida 3*

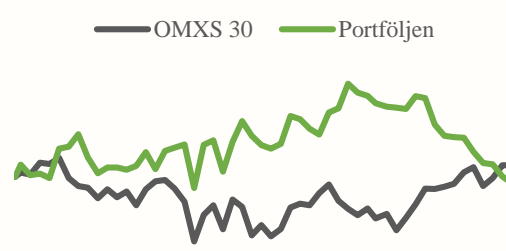
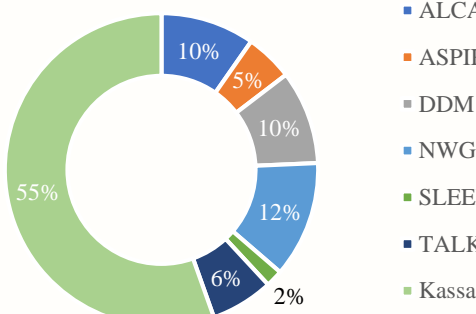
### ACUCORT

Innovativ allergimedicin nära marknadsgodkännande  
Läs mer på *sida 4*

### FÖRVALTARKOMMENTAR

Rapportövertaskningar på både upp- och nedsidan  
Läs mer på *sida 5*

## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

| AKTIE                | BETYG (1 – 5) | ANALYSDATUM | GAV (SEK) | FÖRÄNDRING (%) | PORTFÖLJENS UTVECKLING: -0,83 %, OMXS30 0,00 %                                                                                                                            |
|----------------------|---------------|-------------|-----------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Alcadon              | 3             | 2017-11-26  | 38,92 kr  | -1,1 %         | <br> |
| Aspire               | 2             | 2018-01-28  | 38,09 kr  | -8,6 %         |                                                                                                                                                                           |
| DDM Holding          | 3             | 2017-10-01  | 54,28 kr  | -23,4 %        |                                                                                                                                                                           |
| Nordic Waterproofing | 3             | 2018-02-16  | 73,12 kr  | 12,4 %         |                                                                                                                                                                           |
| Sleepo               | 3             | 2018-01-28  | 7,24      | -54,4 %        |                                                                                                                                                                           |
| Talkpool             | 3             | 2018-02-16  | 42,31 kr  | -38,1 %        |                                                                                                                                                                           |

## I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



## F-SECURE OYJ

F-Secure Oyj är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot. Under Q2 förvärvade Bolaget brittiska MWR Info Security, som är ett steg på vägen mot att bli en global internetsäkerhetsaktör. Värderingen anses dock ansträngd, och i ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR vilket innebär en nedsida om -26 %.

## 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](#)

## F-SECURE OYJ

ANALYTIKER: VICTOR FORSS &amp; EMIL ERBING

## ÖVERSIKT

F-Secure Oyj är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot. Under Q2 förvärvade Bolaget brittiska MWR InfoSecurity, som är ett steg på vägen mot att bli en global internetsäkerhetsaktör. Värderingen anses dock ansträngd, och i ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR vilket innebär en nedsida om -25,2 %



F-Secure Oyj ("F-Secure" eller "Bolaget") är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot på internet och i mobila nätverk. Bolaget riktar främst in sig mot små och medelstora företag och har för närvarande mer än 100 000 företagskunder och 10 miljoner privatkunder. Konsumentmarknaden står för drygt 54 % av omsättningen medan företagsverksamheten står för resterande del.

**Segmentet Cyber Security Services väntas gynnas av strukturell tillväxt framgent.** Som resultat av skärpta datadirektiv och ökande cyberterrorism väntas efterfrågan på cybersäkerhetstjänster bland små- och medelstora företag öka de kommande åren. Under perioden 2015-2021E estimeras marknaden växa med en CAGR om 8,3 %. F-Secure, vars omsättning till 46 % härstammar från företagskunder, väntas gynnas av den underliggande marknadstillväxten.

**Skärpta krav från försäkringsaktörer ses som en option i Bolaget.** I dagsläget är försäkringsbolagens krav på att företagskunderna ska ha cybersäkerhetstjänster låga. Detta innebär att försäkringsbolagen kan bli ersättningsskyldiga för skador orsakade av cyberattacker, utan motkrav att kunderna använder sig av skydd mot dessa attacker. Om försäkringsbolagen skulle ställa högre krav kan den underliggande marknadstillväxten bli starkare än väntat framgent. Med anledning av Bolagets specialisering mot små- och medelstora företag kan F-Secure i ett sådant scenario bli en av de stora vinnarna.

**Förvärvet av MWR är strategiskt försvarbart, men prislappen är hög.** F-Secure förvärvade i juli MWR InfoSecurity, vilka är ett brittiskt cybersäkerhetsföretag med över 400 anställda. Med en omsättning som uppgår till 31,1 mEUR de senaste tolv månaderna och en prislapp om högst 120,2 mEUR förvärvades MWR till P/S 3,9x. F-Secure guidar att MWR inte kommer bidra med tillväxt framgent och samtidigt visade MWR dessutom en rörelseförlust om -0,5 mEUR för helåret 2017/18, som avslutades 30 juni. Även om förvärvet strategiskt är i linje med Bolagets satsningar och ökar sannolikheterna för en framgångsrik EDR lansering, så är det svårt att se hur förvärvet av MWR ska vara värdeskapande.

**Ökad andel omsättning från segmentet Cyber Security innebär risk för försämrad bruttomarginal.** Under Q2 2018 föll Bolagets bruttomarginal till 82 %, i jämförelse mot Q1 2018 då Bolagets bruttomarginal låg på 87 %. Försämringen var ett resultat av att Segmentet Cyber Security Services andel av nettoomsättningen steg. Cyber Security Services har lägre bruttomarginal än segmentet Consumer Services. Framgent väntas segmenten Cyber Security vara tillväxt drivande, vilket innebär att Bolaget måste se över sin kostnadsbild för att undvika fortsatt marginalpress.

## NUVARANDE KURS



**I ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR, vilket indikerar en nedsida om -25 %.** I ett Base scenario estimeras segmentet Cyber Security Services vara tillväxt drivande, medan segmentet Consumer Security antas vara i ett moget stadie och väntas därav inte bidra med någon framtida tillväxt. Sammantaget estimeras nettoomsättningen öka med en CAGR om 11,4 % till en nivå om 241 mEUR 2020E. Som resultat av att Cyber Security har lägre bruttomarginal än Consumer Security väntas EBIT-marginalen vara fortsatt lägre än tidigare år. 2020E estimeras en EBIT-marginal om 8,6 %, vilket innebär en EBIT om 20,8 mEUR. Det bör påpekas att Bolagets värdering enligt Analyst Group är ansträngd i dagsläget (EV/EBIT 42 R12M), vilket innebär att uppsidan från dagens nivå anses begränsad. Bolaget värderas genom en regressionsanalys gentemot peers. Med en motiverad EV/EBIT-multipel om 31x indikeras ett värde per aktie om 2,33 EUR, motsvarande en nedsida om -25,2 %.

**I ett Bear scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 1,38 EUR, vilket indikerar en nedsida om -56 %.** I ett Bear scenario väntas Bolagets segment Cyber Security Services inte växa likt väntat, som resultat av att F-Secure inte lyckas kapitalisera på marknadens underliggande tillväxt. Summerat estimeras i ett Bear scenario en omsättning om 229 mEUR 2020E, vilket innebär en CAGR om 8,8 %. Vidare väntas bruttomarginalen bli sämre än tidigare estimerat (83 % mot tidigare 85 % 2020E), som resultat av att Cyber Security Services andel av nettoomsättningen väntas öka. Detta får stort genomslag på EBIT, som i ett Bear scenario estimeras till 11,7 mEUR 2020E. Bear scenariot motiverar en EV/EBIT-multipel om 25x, vilket innebär ett värde per aktie om 1,38 EUR, motsvarande en nedsida om -55,7 %.

**I ett Bull scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 3,18 EUR, vilket indikerar en uppsida om 2,1 %.** Möjligheten att försäkringsbolagen ställer högre krav på sina kunder är en av ett antal faktorer som skulle infalla i ett Bull scenario. Detta estimeras resultera i att F-Secure växer snabbare än marknaden, med anledning av Bolagets positionering mot små och medelstora företag. Cyber Security Services väntas växa med låga tvåsiffriga tal medan Consumer Security väntas växa med låga ensiffriga tal. Summerat väntas omsättningen i ett Bull scenario öka med en CAGR om 14 % 2018E-2020E, för att nå en nivå om 258 mEUR 2020E. Bruttomarginalen estimeras vara oförändrad i ett Bull scenario. F-Secure väntas dock ha möjlighet att sänka marknadsföringskostnadernas andel av nettoomsättningen, som resultat av en ökad efterfrågan på Cyber Security-tjänster bland företag. Summerat leder detta till en EBIT om 31 mEUR 2020E. Med en EV/EBIT-multipel om 32x, motiveras ett värde per aktie om 3,18 EUR, motsvarande en uppsida om 2,1 %.

Peers: Asikastieto Group, Elisa Oyj, Init Innovation, Aubay Sa, Sanoma Oyj, Software AG, Infotel Sa.

# INBJUDAN TILL TECKNING AV AKTIER I ACUCORT AB

## OM BOLAGET

AcuCort AB ("AcuCort" eller "Bolaget") utvecklar och skall kommersialisera Dexa ODF, ett läkemedel i form av en snabblöslig film att lägga på tungan. Filmen läggs på tungan och löser upp sig inom 10-15 sekunder. Dexametason, som läkemedlet är baserat på, är en väldokumenterad glukokortikoid vilket är en anti-inflammatorisk substans, som finns i flera andra beredningsformer, men där Dexa ODF utmärker sig genom sin användarvänliga administrationsform.

Bolagets huvudsakliga affärsmodell är att kommersialisera Dexa ODF med hjälp av ett globalt nätverk av kommersiella partners. Samarbetet kan ske i form av licensiering av rättigheter till patent, tillverkning och kommersialisering eller i form av distributionsåtagande där AcuCort tillverkar Dexa ODF och säljer färdig produkt.

## TRE ANLEDNINGAR ATT INVESTERA I ACUCORT ENLIGT BOLAGET

- 1) AcuCorts läkemedelsprodukt Dexa ODF kan användas vid svåra och akuta allergiska reaktioner. Målsättningen är att få ett marknadsgodkännande i EU redan 2019.
- 2) Dexa ODF bygger på tidigare godkända och väldokumenterade substanser vilket innebär att riskerna i utvecklingsarbetet och de regulatoriska hindren blir betydligt lägre än vad som är vanligt vid läkemedelsutveckling.
- 3) Den globala marknaden för allergiläkemedel är mycket stor och växer snabbt. Uppskattat marknadsvärde 2018 är 30,5 miljarder dollar och marknaden förväntas växa med 6-7 procent årligen.

## KORT OM ERBJUDANDET

**Teckningsperiod:** 21 september – 10 oktober 2018

**Teckningskurs:** 4,05 SEK per aktie.

**Tecknings- och garantiåtaganden:** Bolagets huvudägare, styrelseledamöter och VD har skriftligen ingått avtal om teckningsförbindelser om 2,79 MSEK, motsvarande cirka 30 % av emissionen vid full teckning.

## INTERVJU MED VD MATS LINDFORS

**För de som inte tidigare har hört talas om AcuCort, kan du berätta lite mer om er verksamhet, vad ni gör och vilka marknader ni adresserar?** – *AcuCort utvecklar och kommersialiserar Dexa ODF. Dexa ODF är ett nytt och innovativt läkemedel att använda vid framförallt akuta och svåra allergiska reaktioner. ODF står för Oral Dissolvable Film och innebär att produkten är en snabblöslig film ungefär lika stor som ett frimärke som patienten lägger på tungan. Med Dexa ODF kan AcuCort adressera flera viktiga marknader. Den största och viktigaste är marknaden för akuta allergiska reaktioner som idag är värd över 30 miljarder USD och växer snabbare än läkemedelsmarknaden generellt.*

**Kan du berätta lite mer om er produkt Dexa ODF, fördelarna med den och hur produkten står sig mot konkurrerande aktörer med andra lösningar?** – *Dexa ODF är som sagt en snabblöslig film som kan förpackas i en tunn tätslutande förpackning. För patienten erbjuder Dexa ODF flera patientfördelar:*

- *Förpackningen är lika liten och tunn som ett visitkort – kan alltid finnas tillhands i mobilfodral, plånbok, handväska när en allergiattack inträffar*
- *Löser upp sig på tungan inom 15 sekunder – det behövs inget vatten, omrörningar eller doseringsskedar*
- *Kan inte spottas ut – viktigt till exempel när barn inte vill ta medicinen*
- *Enkel att använda – en film motsvarar en akutdos. Patienten behöver inte ta ett flertal tabletter*

**Ni genomför en företrädesemission om cirka 9,4 MSEK, hur kommer ni att använda emissionslikviden?** – *Emissionskapitalet skall användas för att finansiera den fortsatta utvecklingen av Dexa ODF och att förstärka rörelsekapitalet. Det innebär mer specifikt att genomföra de planerade avgörande bioekvivalensstudierna, att ställa samman en registreringsansökan och ansöka om myndighetsgodkännande i första hand för EU, samt slutligen att förbereda inför kommersialisering samt att expandera immateriella rättigheter för AcuCort och Dexa ODF.*

**Om 5 år, vart ser du att AcuCort är då?** – *AcuCorts vision är att Bolagets produkt Dexa ODF ska bli globalt kommersialiserad och väl integrerad i behandlingsterapier vid akuta allergiska reaktioner och vid viral krupp hos barn, samt ha nått bred användning inom illamående och kräkningar från cellgiftsbehandling. Om 5 år vill vi ha kompletterat portföljen med ytterligare minst en produkt som uppfyller kriterierna; smart produkt, baserad på existerande aktiva substanser och som har kort tid till marknadsgodkännande.*



## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

| AKTIE                | BETYG (1 – 5) | ANALYSDATUM | GAV (SEK) | FÖRÄNDRING (%) | PORTFÖLJENS UTVECKLING: -0,83 %, OMXS30 0,00 % |
|----------------------|---------------|-------------|-----------|----------------|------------------------------------------------|
| Alcadon              | 3             | 2017-11-26  | 38,92 kr  | -1,1 %         |                                                |
| Aspire               | 2             | 2018-01-28  | 38,09 kr  | -8,6 %         |                                                |
| DDM Holding          | 3             | 2017-10-01  | 54,28 kr  | -23,4 %        |                                                |
| Nordic Waterproofing | 3             | 2018-02-16  | 73,12 kr  | 12,4 %         |                                                |
| Sleepo               | 3             | 2018-01-28  | 7,24      | -54,4 %        |                                                |
| Talkpool             | 3             | 2018-02-16  | 42,31 kr  | -38,1 %        |                                                |

## FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

## VECKAN SOM GÅTT

Liksom förra veckan tittar vi idag närmare på ytterligare två av våra portföljinnehav: Alcadon Group och Nordic Waterproofing. Alcadon rapporterade ett resultat under förväntan och Nordic Waterproofing överraskade på uppsidan. Analyst Group har tittat djupare i dessa bolag för att avgöra om de är fortsatt attraktiva att äga i portföljen.

## ALCADON GROUP

Alcadons andra kvartalsrapport kom in under förväntan. Bolaget visade på en negativ omsättningstillväxt (-1 %) och ett rörelseresultat som minskade med 14 %, jämfört med det andra kvartalet 2017. Efter en lång och kall vinter väntades fiberförsäljningen till bredbandsmarknaden komma igång under Q2, något som inte skedde. Bolagets kunder i detta segment valde istället att skjuta upp planerade projekt, vilket var en stor anledning till det försämrade resultatet. Risken är även att detta segment fortsatt levererar kalla siffror.

Analyst Group har en fortsatt positiv syn på Alcadon Group, rapportmissen till trots. Justerat för segmentet fiber till bredbandsmarknaden (FTTH) går resten av Bolaget starkt. Bolagets förvärv av CableCom, som kommer integreras under H2 18, väntas bidra positivt till Bolaget på flertalet punkter framgent. Vidare har även en refinansiering av Bolagets obligationslån genomförts, och väntas spara 3,7 MSEK på årsbasis. I jämförelse med Bolagets vinst på 50,4 MSEK (RTM) är detta en åtgärd som förbättrar vinstmarginalen avsevärt.

Med bakgrund i dessa punkter väljer vi att behålla Alcadon.

## NORDIC WATERPROOFING

Nordic Waterproofing levererade en stark andra kvartalsrapport för året. Omsättningen växte med 22 % jämfört med Q2 2017, där en majoritet av tillväxten kom från förvärv. Bolaget rapporterade en rörelsemarginal om 10,4 %, något lägre än Q2 2017.

Analyst Groups syn på bolaget är fortsatt positiv. NWG befinner sig på en marknad med attraktiv tillväxt och är positionerade för att kapitalisera på denna. Trots en skral organisk tillväxt finns fortsatt goda möjligheter för en förvärvsdriven sådan, vilket Bolaget har visat sig vara historiskt duktiga inom. Den största risken vi ser för NWG är ett stigande oljepris, som påverkar bruttomarginalerna negativt. Detta motverkas genom att Bolaget höjer priserna mot sina kunder, något som har genomförts historiskt utan några större negativa konsekvenser. Trots risken med ett ökande oljepris anser vi att värderingen ser fortsatt attraktiv ut och behåller Nordic Waterproofing i portföljen.

## F-SECURE OYJ

F-Secure Oyj är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot. Under Q2 förvärvade Bolaget brittiska MWR Info Security, som är ett steg på vägen mot att bli en global internetsäkerhetsaktör. Värderingen anses dock ansträngd, och i ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR vilket innebär en nedsida om -26 %.

# 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, Sleepo, Nordic Waterproofing och Aspire Global.

**Emil Erbing äger inga aktier.**

**Victor Forss äger aktier i:** 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](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)