

# PORTFÖLJEN

NR 33, OKTOBER 2018, V. 41

## VECKANS

## UPPLAGA

### DORO AB

Tillväxt i tjänstesegmentet väntas resultera i stigande marginaler  
Läs mer om Doro AB på *sida 3*

### CYXONE

Möjlighet att investera i ett bolag som befinner sig i en snabbt  
växande bransch  
Läs mer på *sida 4*

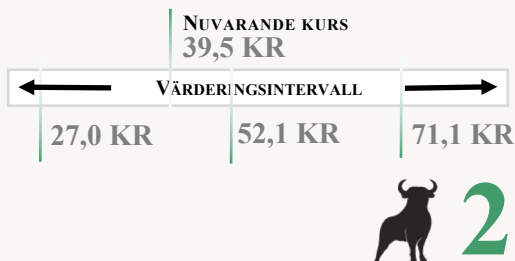
### FÖRVALTARKOMMENTAR

En vecka präglad av börsnedgångar och en sektor med potential  
Läs mer på *sida 5*

## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 - 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	-6,02 %	-2,94 %
					YTD	-6,46 %	-3,36 %
					SEDAN START	-6,19 %	-3,18 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	0,7 %			
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	-17,0 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-29,6 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	2,4 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-57,2 %			
Talkpool	3	2018-02-16	42,31 kr	-39,0 %			

## I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



## DORO AB

Doro är ett bolag med fokus på telekomprodukter och tjänster för seniorer. Bolagets försäljning inom mobiltelefoni har under de senaste åren underpresterat, samtidigt som tjänstesegmentet har kompenserat med tillväxt, något som har lett till att hela Bolaget har visat på en minskande omsättning men med tillväxt i rörelseresultatet. Med en targetmultipel om 10x EV/EBIT år 2020 indikeras en uppsida om 32 %.

## 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](#)

## ÖVERSIKT

2



Doro är ett bolag med fokus på telekomprodukter och tjänster för seniorer. Bolagets försäljning inom mobiltelefoni har under de senaste åren underpresterat, samtidigt som tjänstesegmentet har kompenserat med tillväxt, något som har lett till att hela Bolaget har visat på en minskande omsättning men med tillväxt i rörelseresultatet. Med en targetmultipel om 10x EV/EBIT år 2020 indikeras en uppsida om 32 %.

Doro AB ("Doro" eller "Bolaget") är ett svenskt företag som utvecklar telekomprodukter och tjänster som riktar sig mot seniorer. Bolaget har två segment, produkter och tjänster. Försäljning av telefoner utgör produktsegmentet, medan helhetserbjudande av trygghetslarm och uttryckning utgör tjänstesegmentet.

**Tjänstesegmentet gynnas av strukturella trender och väntas driva lönsamheten framgent.** Doro gynnas av strukturella trender i och med deras fokus på det seniora ålderssegmentet. Den globala befolkningen lever allt längre, vilket leder till att äldreården inte kommer kunna placera alla på äldreboenden, därmed kommer fler tvingas bo kvar hemma längre. Detta väntas kräva större säkerhetsåtgärder för den äldre befolkningen framgent, vilket gynnar Doro och deras tjänstesegment. Bolaget fick under Q2 en order på 9300 larmenheter från Oslo kommun, ett avtal värt cirka 10 mSEK årligen, en order som bygger vidare på ett redan befintligt avtal, något som visar på att tjänsten är uppskattad. Bolaget håller även på att utveckla helhetserbjudandet med "SmartCare", som erbjuder smarta sensorer i hemmet, uppkopplat till Doros uttryckningsenhet samt anhöriga, som t.ex. kan larma om kylskåpet inte har öppnats på 24 timmar eller liknande. Detta väntas kunna integreras hos en del av den befintliga kundbasen, vilket leder till större intäkter per abonnent. Med den lönsamma abonnemangsstruktur som detta segment är uppbyggt på, och den strukturella medvind som råder, väntas detta segment vara värdedrivaren i Bolaget framgent.

**Framtida förvärv inom tjänstesegmentet möjlig trigger för Bolaget.** Doro förvärvade under Q2 2018 Welbeing, ett bolag från Storbritannien inom telecare, som stärker Doros tjänstesegment. Detta ligger i linje med Bolagets satsning på att växa tjänstesegmentet. Det är mycket möjligt att fler liknande förvärv kommer komma, och ses som en option i caset. Bolaget har ett uttalat mål om att inte ligga över en nettoskuld/ebitda om 2,5x, vilken idag är 1,0x. Därav finns det utrymme för att genomföra liknande förvärv framgent.

**Utsiktarna för produktsegmentet ser negativa ut, med minskande försäljning.** Doros segment produkter har haft stora problem med försäljningen under de senaste åren, trots att en ökande del av samhällets seniorer använder telefoner. produktförsäljningen minskade med 10 % under Q2 2018, jämfört med samma kvartal 2017. 49 % av alla seniorer använder idag en smartphone, och ändå är det Bolagets smartphone-segment som underpresterar mest. Detta tolkas som att de vanligaste mobilerna på marknaden idag helt enkelt är tillräckligt pedagogiska för den äldre generationen, något som gör att Doros telefoner, vars försäljningsargument är att de är lättare att använda, har tappat sin fördel mot konkurrenter. Då problemen i stort ligger i vad produkterna erbjuder väntas denna negativa trend fortsätta, med krympande försäljning under de kommande åren.

## NUVARANDE KURS

39,5 SEK

## VÄRDERINGSINTERVALL

27,0 SEK

52,1 SEK

71,1 SEK

**I ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 52,1 SEK, vilket indikerar en uppsida om 32 %.** I ett Base scenario estimeras produktsegmentet fortsatt krympa. Bolaget har en signifikant uppförsbacke framför sig i att försöka vända denna försäljning. Med bakgrund i dessa utmaningar estimeras en försäljningsminskning om 9 % CAGR mellan 2018E och 2020E. Inom segmentet tjänster väntas en tillväxt om 30 % CAGR 2018E-2020E, med förvärvet av Welbeing inräknat. Detta är till stor del hänförligt till förvärvet, men även organisk tillväxt till följd av ordern från Oslo kommun. Vidare väntas Bolaget över tid kunna ta mer betalt per kund, vilket grundas i lanseringen av SmartCare, som väntas kunna integreras i många av de redan befintliga abonnemangskundernas hem genom merförsäljning. Med tillväxten i tjänstesegmentet väntas även Bolagets rörelsemarginaler förbättras, till följd av att detta segment har mer attraktiva bruttomarginaler. Därav estimeras Doros EBIT-marginal uppgå till 9,0 %, en ökning från 6,2 % under det senaste kvartalet. Med bakgrund i detta värderas bolaget till EV/EBIT 7,6x på 2020E års resultat. Med en targetmultipel om 10x, som speglar riskbilden i att majoriteten av verksamheten består av det underpresterande produktsegmentet, indikeras ett värde per aktie om 52,1 SEK, motsvarande en uppsida om 32 %.

**I ett Bear scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 27,0 SEK, vilket indikerar en nedsida om -32 %.** I ett Bear scenario förvärras problemen inom produktsegmentet. Bolaget tappar allt större marknadsandelar till de största smartphonetillverkarna, vilket resulterar i en segmentstillväxt om -13,2 % CAGR 2018E-2020E. Vidare får tjänstesegmentet inget ytterligare kundinflöde, och SmartCare ger ingen väsentlig effekt på verksamheten. Detta leder till att segmentet växer 22 % 2018E-2020E, med Welbeing inräknat. Detta leder till en EBIT-marginal om 6,0 % och en EV/EBIT 13,2x 2020E. Givet en targetmultipel om 9x i detta scenario indikeras ett värde per aktie om 27,0 SEK, motsvarande en nedsida om 32 %.

**I ett Bull scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 71,1 SEK, vilket indikerar en uppsida om 80 %.** I ett Bull scenario fortsätter produktsegmentet med negativ tillväxt med en något lägre takt om -7,4 % CAGR 2018E-2020E. Tjänstesegmentets abonnemangskundbas växer och SmartCare får en lyckad lansering som ökar snittintäkten per abonnent. Detta leder till en tillväxt om 36 % 2018E-2020E i tjänstesegmentet, förvärv inräknat. Detta leder till en rörelsemarginal om 10,3 % 2020E, vilket motsvarar en EV/EBIT om 6,1x. Med en targetmultipel om 11x, som speglar den kraftiga EBIT-tillväxten samt att denna tillväxt sker i återkommande intäkter, indikeras ett värde per aktie om 71,1 SEK, motsvarande en uppsida om 80 %.

# INBJUDAN TILL TECKNING AV UNITS I CYXONE

## OM BOLAGET

Cyxone AB (publ) ("Cyxone" eller "Bolaget") är ett biomedicinskt bolag som utvecklar substanser mot autoimmuna sjukdomar, med andra ord sjukdomar där kroppens immunförsvaret angriper den egna vävnadens celler. Produktportföljen består idag av två substanser under utveckling: T20K mot multipel skleros (MS) som befinner sig i preklinisk fas och Rabeximod mot ledgångsreumatism som befinner sig i fas 2. Bolagets vision är att kunna möjliggöra effektiv behandling av immunologiskt orsakade sjukdomar som MS och ledgångsreumatism, utan begränsande biverkningar.

## TRE ANLEDNINGAR ATT INVESTERA I CYXONE ENLIGT BOLAGET

1. Bolaget ska genomföra en fas 2b-studie av Rabeximod. Tidigare studier visar att önskad effekt uppnås, varpå kommande studie har relativt låg risk relativt liknande projekt.
2. Cyxone har möjlighet att vid ett positivt utfall från fas 2b-studien slå samman resultatet med tidigare studie för att bilda underlag för en fas 3-studie. Detta innebär stora besparingar i form av tid och resurser.
3. Cyxone drivs på ett mycket resurseffektivt sätt med låg burn rate. Det betyder att nästan hela investeringen går till utveckling av läkemedel istället för att försvinna på annat.

## KORT OM ERBJUDANDET

**Teckningsperiod:** 8 oktober 2018 – 23 oktober 2018

**Teckningskurs:** 2,5 SEK per unit.

**Tecknings- och garantiåtaganden:** Emissionen har garantiåtaganden om cirka 44,4 MSEK, motsvarande 90 % av emissionsbeloppet.

## INTERVJU MED VD KJELL G. STENBERG

**För de som inte har hört talas om Cyxone, kan du beskriva vilka ni är, vad ni gör och vilken marknader ni adresserar?**

*Vi är ett biomedicinskt bolag, listat på Nasdaq First North, som utvecklar nya läkemedel med målet att förbättra livskvaliteten för patienter drabbade av autoimmuna sjukdomar. Bolaget grundades under år 2015 för att vidareutveckla det naturliga växtproteinet cyklotider för att undersöka dess effekt mot allvarliga autoimmuna sjukdomar. Under 2016 påbörjades ett prekliniskt program för bolagets läkemedelskandidat inom multipel skleros, T20K, vilken nu har påvisat en positiv effekt- och säkerhetsprofil, och snart börjar testas i människa. I mitten på 2017, utökade vi vår portfölj med den kliniska kandidaten Rabeximod som har visat effekt mot ledgångsreumatism i mer än 200 patienter. Vi planerar här för en fas IIb-studie så snart vi har rest kapital.*



**Vad gör att just era läkemedel kommer ge lyckade resultat?**

*Vårt MS-program bygger på ett förfinat, och naturligt förekommande, växtprotein. T20K har testats i den mest etablerade sjukdomsmodellen av MS och har fantastiskt fina resultat. Det talar för att den även bör kunna funka i människa. Vidare, vi har även förvärvat en substans Rabeximod vars effekt redan observerats i en klinisk studie och där studiens design var för kort för att tillskrivas studiens positiva slutresultat. Man kan på flera sätt säga att vi har ett 'facit' och att vi nu upprepar samma studie med en längre mätperiod.*

**Ni genomför en företrädesemission om 49,3 MSEK, garanterad till 90 %. Kan du beskriva vad pengarna primärt kommer att användas till?**

*Eftersom T20K redan är finansierat avser hela den här finansieringen Rabeximod. Kapitalet är således avsatt till att genomföra en fas IIb-studie med Rabeximod i ledgångsreumatism för att bekräfta den terapeutiska effekt man kunde se i den föregående studien för att bygga ett statistiskt underlag mot ett framtida marknadsgodkännande. Framgångsrika resultat från den studien kommer att skapa en mycket stark position för Cyxone vid potentiella diskussioner kring strategiskt partnerskap med större läkemedelsbolag. Vi vill undvika en situation där vi är tvingade att acceptera en dålig affär och genom att säkra upp finansieringen för fas IIb-programmet kommer vi att kunna kräva bättre villkor.*

[Teaser](#)

[Prospekt](#)

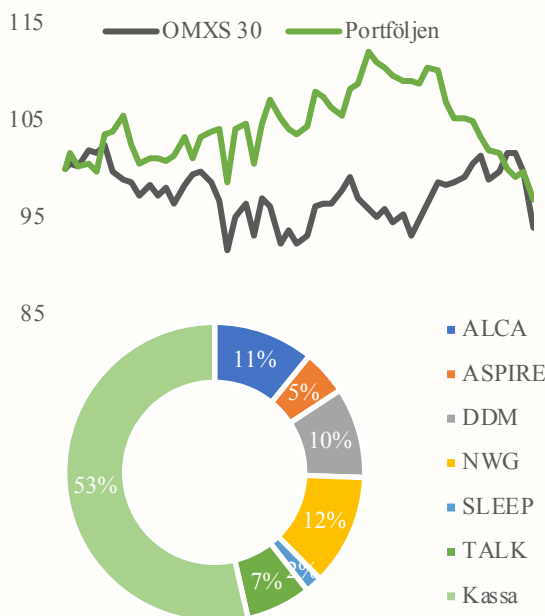
[Teckna Online](#)

[Läs mer om Bolaget och emissionen](#)

**CYXONE**

## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	-6,02 %	-2,94 %
					YTD	-6,46 %	-3,36 %
					SEDAN START	-6,19 %	-3,18 %
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	0,7 %			
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	-17,0 %			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-29,6 %			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	2,4 %			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-57,2 %			
Talkpool	3	2018-02-16	42,31 kr	-39,0 %			



## FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

## VECKAN SOM GÅTT

Under den senaste veckan har börsen upplevt breda nedgångar på flera fronter. Dessa oroligheter har inte minst avspeglats i portföljen där vi ser en värdeminskning om 2,94 %. Veckans oroligheter tros vara ett resultat av de senaste amerikanska ränteuppgångar, samt den oro som uppstått på marknaden till följd av de reviderade tillväxtsiffrorna på världsekonomin som presenterades av IMF. Dagen efter, fredagen, följdes dock av en viss återhämtning under dagen, men trots detta stängde index på -0,90 %.

## Talkpool

2018-10-11 Släppte Talkpool ett PM angående deras test av IoT-system på oljeplattformar i samarbete med Shell. Projektets mål var att undersöka vilken IoT-radioteknik som passar bäst under krävande radioförhållanden. Testet visade nyttan för Shell att utnyttja Talkpools IoT-sensorteknik. En LoRa-gateway integrerad med existerande läckande kablar gav täckning till hela den 10 våningar höga 214 x 38 m stora flytande oljeplattformen.

Användningen av IoT-lösningar väntas ha en mycket stor potential inom näringslivet och inte minst inom industri. Det totala ekonomiska värdet år 2025E väntas ligga någonstans mellan 3,9 och 11,1 miljarder dollar. Detta väntas Talkpool, med sina IoT-lösningar, kunna kapitalisera på.

## Gambling

Under den senaste tiden har gamblingbolag har tagit mycket stryk. Exempelvis har SIX Return Index gått upp 3,5 % i år medan Kindred, Mr Green & Co, LeoVegas och Global Gaming har tappat 23,1 %, 28,0 %, 42,4 % och 15,2 % respektive. Vidare tror vi även att licens-regleringen av gamblingindustrin kommer resultera i en konsolidering, vilket potentiellt kan generera nya investeringsmöjligheter. Detta kommer även att leda till marginalpress, vilket kan göra det svårt för mindre aktörer att på ett lönsamt sätt att bedriva deras verksamheter. Ytterligare konsolidering skulle kunna ske i och med att mindre lönsamma aktörer värderas allt lägre, och kan därmed ses som attraktiva förvärvskandidater av större väl etablerade gamblingbolag

Mot bakgrund av de två ovannämnda anledningarna kommer vi framöver att undersöka om det finns något eller några bolag inom sektorn som verkar extra intressanta för portföljen.

## Doro AB

Doro är ett bolag med fokus på telekomprodukter och tjänster för seniorer. Bolagets försäljning inom mobiltelefoni har under de senaste åren underpresterat, samtidigt som tjänstesegmentet har kompenserat med tillväxt, något som har lett till att hela Bolaget har visat på en minskande omsättning men med tillväxt i rörelseresultatet. Med en targetmultipl om 10x EV/EBIT år 2020 indikeras en uppsida om 32 %.

# 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.

**Johan Brown 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](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)