

Momentum Q1 2020

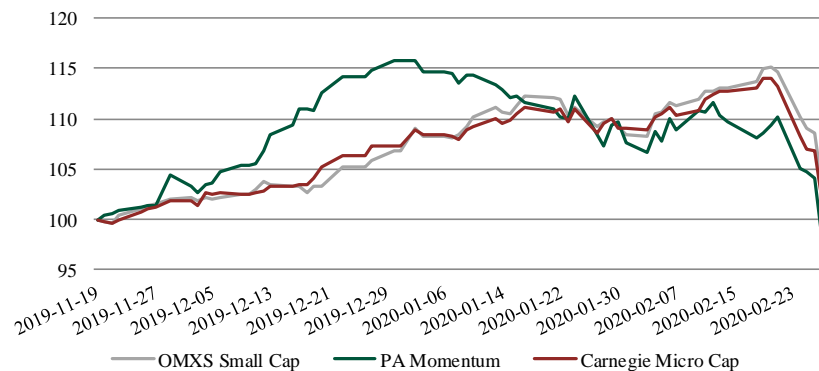
5 mars 2020



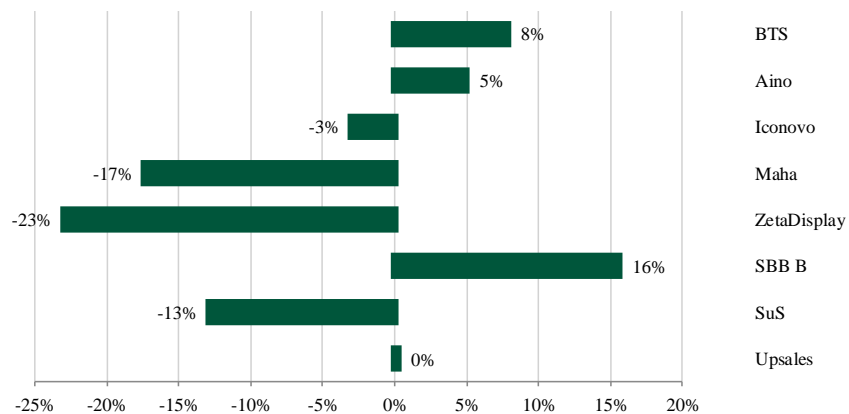
ERIK PENSER BANK

Penser Access Momentum*

Utveckling sedan senaste omviktning, 19 nov. 2019



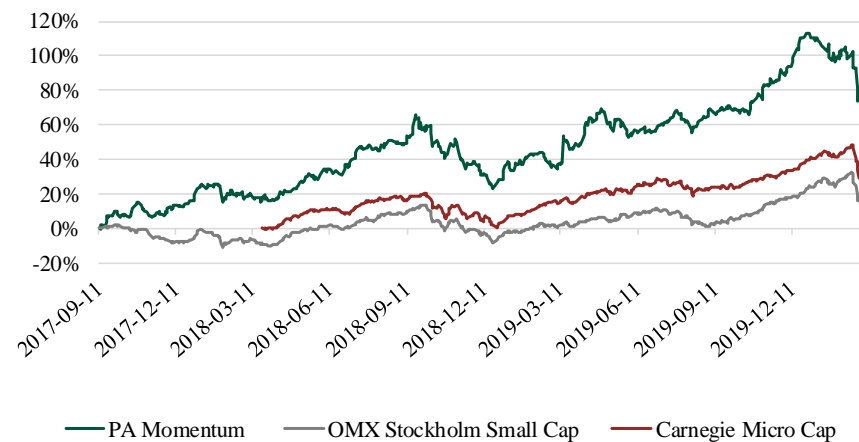
Värde drivare, sedan 19 nov. 2019



PORTFÖLJAVKASTNING

Period	PA Momentum	Sedan start	OMX Stockholm Small Cap	Sedan start	Carnegie Micro Cap	Sedan start
2017 Sep-Nov	10%	10%	-7%	-7%		
2018 Dec-Feb	7%	18%	-1%	-8%		
2018 Mar-Maj	9%	30%	8%	1%	11%	11%
2018 Jun-Aug	15%	49%	8%	9%	7%	19%
2018 Sep-Nov	-9%	36%	-9%	-1%	-9%	8%
2019 Dec-Feb	0%	37%	3%	2%	8%	16%
2019 Mar-Maj	12%	53%	4%	6%	3%	20%
2019 Jun-Aug	8%	65%	-4%	2%	2%	23%
2019 Sep-Nov	11%	84%	13%	15%	6%	30%
2019 Nov-	-3%	79%	1%	17%	0%	30%
Sharpe Ratio:		2,8		1,6		2,6

Penser Access Momentum vs Benchmark, sedan start 11.09.2017



*Penser Access Momentum är en fiktiv portfölj bestående av Erik Penser Banks topplista av våra bästa aktieidéer av de bolag vi följer under Penser Access.



SBB – Still the Best Buy

ETT STARKT ÅR
Pro forma NAV i linje med estimat

- Q4'19 i linje med förväntan
- Ny intjäningsförmåga presenterad vilket lett till estimat höjningar

RENODLAR
Avyttrar non-core assets

- Bolaget har under Q1 avyttrat fastigheter till ett värde om 11 mdkr
 - Dessa fastigheter hade ett högt inslag av kontor där hyresgäster var offentlig finansierad verksamhet

REALISERAR SYNERGIER
Räntan sjunker

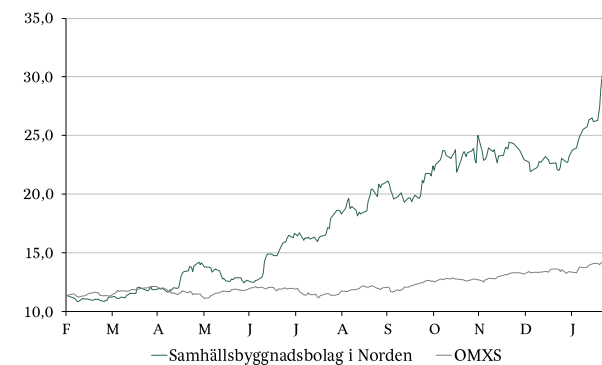
- I samband med förvärvet av Hemfosa annonserades det att ca 300 mkr skulle skapas i främst finansiella synergier
 - Under Q1 har finansieringskostnaderna sjunkit med ca 170 mkr till följd av låsen av lån samt nya obligationer EUR 750m 7år 1%
 - Äldre hybrider löses med nya med nya 2,6424%

TOP-PICK
KÖP
Motiverat värde 38-40 kr

- Vår SOTP modell indikerar ett värde om 38-40 kr
 - 32 kr motsvarar den förvaltande verksamheten
 - 7 kr i andra verksamheten (ROT, transaktioner och byggrätter)

Kurs 29,05 kr₂₀₁₉ 2020E 2021E 2022E

	2019	2020E	2021E	2022E
Hyresintäkter	1 996	5 030	5 157	5 255
Driftsnetto	1 265	3 342	3 420	3 485
Förv. Resultat	645	2 745	2 924	2 989
Vinst f. Skatt	3 137	6 748	4 829	4 895
EPS, just	0,5	2,2	2,4	2,4
NAV/A	20,0	22,3	26,6	28,6
EPRA-NAV/A	20,0	25,4	27,7	29,8
EPS Tillv.		326%	6%	2%
Överskottsgrad	63	66	66	66
ROE	9,1	14,4	8,8	8,4
Vakansgrad	5,2	3,0	3,0	3,0
Beläningsgrad	0,40	0,38	0,37	0,36
P/Förvalt.	55,9	13,1	12,3	12,1
P/NAV	1,58	1,30	1,09	1,02
P/EPRA-NAV	1,45	1,14	1,05	0,98
Direktavk.	2,1	2,8	3,4	4,1



VÄXLAR UPP
**Fortsatt stark
EPS tillväxt**

- ARR uppgick till 69,8mkr vilket motsvarar en tillväxt om 22,4% y/y
 - EBITDA på helåret uppgick till 12,5 mkr vilket motsvarar en marginal om 18,5%

ACCELERERAR
**Vi bedömer att
ARR kommer
Accelerera**

- En stor del av ökningen i ARR kom från nya kunder...
 - ...vilket gör att vi ser en möjlig ARPU expansion under Q1
- Bolaget har ökat antal säljare under Q4 och vi väntar oss avslut under Q1

HEMMAMARKNAD
**Ingen Corona
effekt**

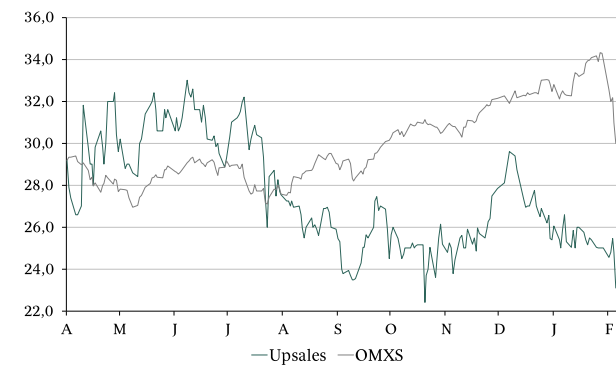
- Bolaget ser ingen Corona effekt
 - Försäljning på hemmamarknaden fortsatt stark

TOP-PICK
**KÖP
Motiverat värde
31-33 kr**

- Vi ser ett motiverat värde om 31-33 kr
 - Fortsatt hag rabatt emot andra svenska SaaS bolag
 - Vi ser en acceleration av tillväxten i närtid

Kurs 25,15 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	68	90	117	135
EBITDA	10	19	25	34
EBIT	1	10	17	26
Vinst f. skatt	1	10	17	26
EPS, just	0,1	0,5	0,7	1,1
EK/A	1,2	1,7	2,4	3,5
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0
EPS Tillv.	NM	587	58	53
EBIT Marg.	1,7	10,8	14,2	19,0
ROE (just.)	5,0	27,2	30,1	31,5
ROCE (just.)	5,1	19,7	29,0	34,8
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM
EV/fsg.	5,9	4,3	3,2	2,6
EV/EDITDA (just.)	37	21	15	11
EV/EBIT (just.)	203	40	22	14
P/E (just.)	378	55	35	23
P/EK	21	15	10	7
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0



E9 – Börsens bästa yieldgap

STARK RAPPORT

Vakanser fortsätter att minska

- Hyresintäkterna får 2019 uppgick till EUR 13,3m
 - Driftsnettot uppgick till EUR 11,9m
- Nettouthyrningen har stark och uppgick till EUR 0,1m med hyresnivåer ca 4% över nytecknade avtal i Q4'18
- MFG har uppvärderas vilket delvis förklarar ökningen i NAV

TRIGGERS

Renodling och latent förvärvsutrymme

- Vi bedömer att bolaget kommer att förvärva mer fastigheter eller renodla portföljen under 2020

TOP-PICK

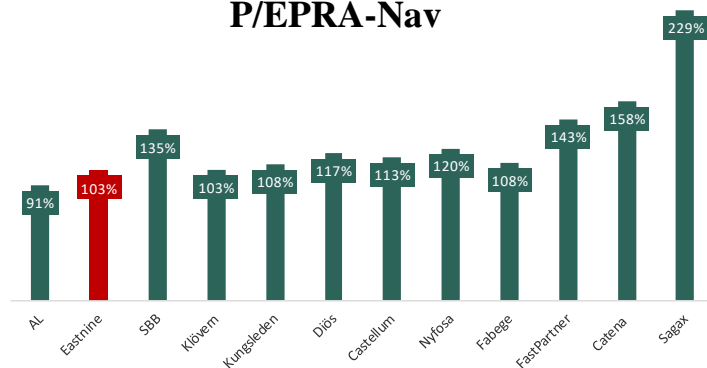
**KÖP
Motiverat värde 150-160 kr**

- Vi ser ett motiverat värde om 150-160 kr
 - Skulle MFG avyttras ser vi EPRA-Nav i spannet 180-200 kr

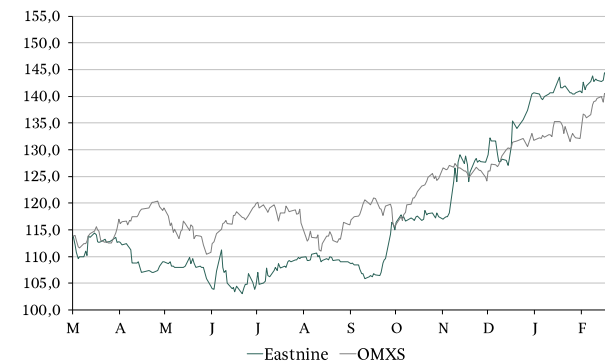
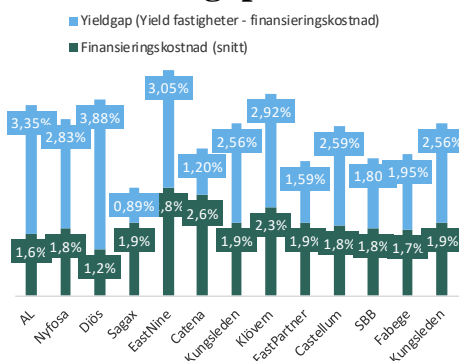
Kurs 144,6 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Hyresintäkter	13	18	20	21
Driftsnetto	12	17	19	19
Förv. Resultat	5	10	12	12
Vinst f. skatt	38	15	16	16
EPS	0,26	0,49	0,57	0,57
NAV/A	12,77	13,29	13,64	14,08
EK/A	12,47	12,89	13,34	13,78
Utdelning	0,25	0,25	0,26	0,27
V/A Tillv.	72,6	90,6	16,5	1,2
Överskottsgrad	89,5	92,0	92,0	92,0
ROE	13,7	5,2	5,4	10,7
ROE	13,7	5,2	5,4	10,7
Vakansgrad	7,1	4,0	5,0	5,0
Nettoskuld/NAV	0,33	0,44	0,43	0,42
P/E	51,6	28,2	24,2	24,0
P/NAV	1,03	1,03	1,01	0,98
P/EK	1,06	1,07	1,03	1,00
Direktavk.	1,9	1,8	1,9	1,9

P/EPRA-Nav



Yieldgap



BTS – Fortsatt intressant

VÄXLAR UPP

**Fortsatt stark
EPS tillväxt**

- Försäljning för 2019 uppgick till 1 865 mkr och EBIT 226 mkr
 - EBITA marginalen under helåret fortsätter att stärkas under året och uppgick till 13,1%
- EPS ökade med ca 18% och uppgick till 7,84 kr

TAPPAR INTE FOKUS

**Utvecklar
kärnaffären**

- Bolaget har historiskt visat på att man klarar finansiella kriser bra
 - Bolaget har visat organisk tillväxt i samtliga finansiella kriser sedan bolaget grundades 1986

TRIGGERS

Förvärv i närtid

- Bolaget började året med att förvärva Rapid Learnin Institute
 - Bolaget omsatta USD 2,8m LTM
 - Tillhandahåller ca 300 korta online kurser vilket stärker marginalen något
- Nuvarande kassa kan addera ca 150-200 mkr i försäljning

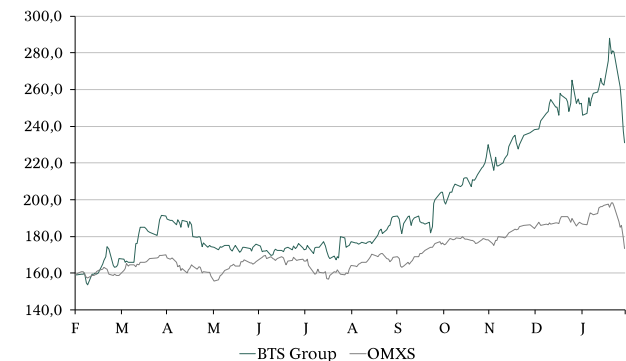
TOP-PICK

**KÖP
Motiverat värde
345-365 kr**

- Vi ser ett motiverat värde om 345-365 kr
 - Hög andel intäkter från USA samt stark dollar lindrar Corona effekten
 - USD har stärkts ca 5% sedan Q1'19
 - Vi ser även att bolaget har ett fortsatt rekryteringsbehov vilket tyder på en hög efterfrågan

Kurs 234 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	1 865	2 104	2 356	2 639
EBITDA	311	363	412	475
EBIT	226	265	312	373
Vinst f. skatt	216	255	302	363
EPS, just.	7,84	9,26	10,97	13,17
EK/A	43,47	48,66	54,89	62,58
Utdelning	4,20	4,75	5,49	6,60
V/A Tillv.	17,6	18,1	18,4	20,1
EBIT Marg.	12,1	12,6	13,2	14,1
ROE	19,6	20,1	21,2	22,5
ROCE	40,3	41,3	44,0	46,7
Nettoskuld/EK	-0,27	-0,29	-0,29	-0,30
EV/Fsg.	2,34	2,03	1,82	1,62
EV/EBITDA	14,1	11,8	10,4	9,0
EV/EBIT	19,4	16,1	13,7	11,5
P/E, just.	30,3	25,3	21,3	17,8
P/EK	5,48	4,81	4,26	3,74
Direktavk.	1,8	2,0	2,3	2,8



VERKSAMHETEN

Konsoliderar
Europa

- Nischen mot hälsa, välbefinnande och ekologiskt som vi ser har strukturell tillväxt.
- Säljer till Dagligvaruhandel, Hälsotackhandeln, Apotek, Food service
- Har adderat verksamhet i Tyskland, Frankrike och Spanien

FOKUS

Köper i snitt ett
större bolag per
år

- Köpte bolag för ca 700 mkr under sommaren
- Adderar kompetens inom segmentet växtbaserade köttalternativ
- Förvärven kommer finansieras av en NE (<600 mkr) under H2'19

VÄRDERING

Förhöjda
utsikter

- Förvärven stärker EBIT med 14,7% för '20e
- EPS tillväxten dämpas drivet av NE
- Kapitalisera kostnadssynergier på ca 100 mkr per år från 2022

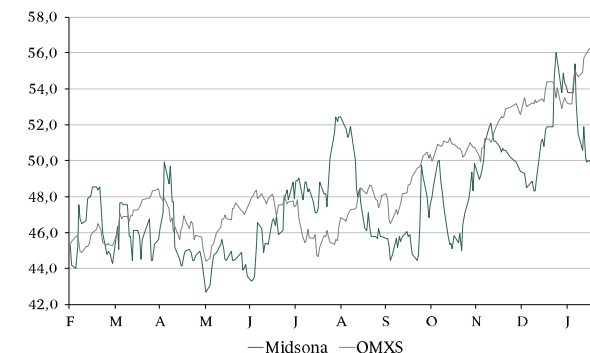
SLUTSATS

Attraktiv

- EV/EBITDA 11,9x på 2020e, attraktivt givet peers
- Bolagets framgångsrika förvärvsstrategi och starka kassaflöden
- 10%+ tillväxt för bolaget prioriterade varumärken

Kurs 45,2 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	3 081	3 384	3 553	3 731
EBITDA	285	371	436	464
EBIT	170	267	366	384
Vinst f. skatt	116	227	305	323
EPS, just.	1,49	2,79	3,75	3,98
EK/A	35,72	37,01	38,76	40,24
Utdelning	1,25	1,50	2,00	2,50
V/A Tillv.	-46,8	86,9	34,6	6,0
EBIT Marg.	5,5	7,9	10,3	10,3
ROE	4,9	7,7	9,9	10,1
ROCE	5,3	7,3	10,2	10,8
Nettoskuld/EK	0,58	0,49	0,42	0,36
EV/Fsg.	1,48	1,27	1,21	1,15
EV/EBITDA	16,0	11,6	9,8	9,2
EV/EBIT	26,8	16,1	11,7	11,2
P/E, just.	33,1	16,2	12,0	11,4
P/EK	1,38	1,22	1,17	1,12
Direktavk.	2,5	3,3	4,4	5,5



Iconovo – Tar klivet in i USA genom ny plattform

Q4'19 Projektet går enligt plan

- Försäljningen under kvartalet uppgick till 0 mkr (4,4 mkr), jämfört med vår förväntan på 7 mkr. Avvikelsen berodde på att ingen projektleverans skett under kvartalet.
- EBIT uppgick till -7,5 mkr (0,4 mkr), bolagets kassa har stärkts till 89 mkr (53 mkr).

FOKUS Ny plattform i USA

- Investera 20 mkr i utvecklingen av en ny inhalationsplattform (ICOpre)
- Ledningen bedömer att den befintliga kassa räcker för att täcka investeringen
- inriktad på GSKs inhalator Ellipta för den amerikanska marknaden. Patentet för Ellipta förfaller 2025 och säljer för ca 2,7 mdr USD
- Iconovos inhalator lyckas ta 10% marknadsandel 2025 motsvarar det en royaltyintäkt på USD 35 m (340 mkr) årligen

VÄRDERING Intressant referens

- Vi har tittat på Vectura (en konkurrent till Iconovo) som tecknade ett avtal med Hikma för en generisk version av GSKs Ellipta-portfölj
- Avtalet ger Vectura en förskottsbetalning på USD 15 m, milestone-intäkt på USD 80 m samt en royalty på upp till ca 15% av nettovinsten för produkten

SLUTSATS Defensiva kvalitéer

- Detta ökar vi vårt motiverade värde för bolaget till 82 (67)) baserat på dels att Mylan visar att det kan gå betydligt snabbare att ta marknadsandelar på den amerikanska marknaden än vi tidigare räknat med, samt att samarbetet med Stevanato accelererar

Kurs 58,2 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	12	17	26	46
EBITDA	-9	-9	-2	12
EBIT	-12	-11	-5	10
Vinst f. skatt	-11	-0	-4	11
EPS, just.	-1,46	-1,34	-0,52	1,12
EK/A	13,99	13,93	13,41	14,53
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	NM
EBIT Marg.	-100,3	-65,1	-18,8	21,9
ROE	-13,2	-0,4	-3,8	8,0
ROCE	-77,0	-47,6	-18,2	35,1
Nettoskuld/EK	-0,82	-0,74	-0,75	-0,72
EV/Fsg.	44,08	20,97	13,98	7,90
EV/EBITDA	NM	NM	NM	29,1
EV/EBIT	NM	NM	NM	36,0
P/E, just.	NM	NM	NM	52,0
P/EK	5,58	4,18	4,34	4,01
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0



Aino – Smart money går in

Q4'19

Ökar intäkterna med 29%

- Antal licenser steg till 50 000 vid slutet av kvartalet vilket motsvarar en tillväxt på 2% sekventiellt och 19% y/y.

FOKUS

Ett antal triggers under 2020

- 2150 nya licenser under Q4'19 samt början av 2020
- Tecknar partneravtal med Zalaris. Aino kan penetrera 10% av Zalaris kundbas inom 12m uppgår Ainos intäkt till ca 11 mkr per år.
- Utrullning av licenser på befintliga kunder (Transcom, Mittal & Attendo)
- Vi räknar med ett positivt kassaflöde för Q4'19

UTSIKTER

Avitogrundarna går in som största ägare

- Under september sålde Robur sin post i Aino (1,5m) till just Filip Engelbert och Jonas Nordlander som därmed äger 5,8% vardera.
- Duon som grundade den ryska Blocket-kopian Avito har under de senaste åren sålt sitt innehav i Avito och har uppskattningsvis fått ut över 3 mdr kr.
- Vi uppskattar att det är dessa två som har lånat ut 5 mkr till bolaget

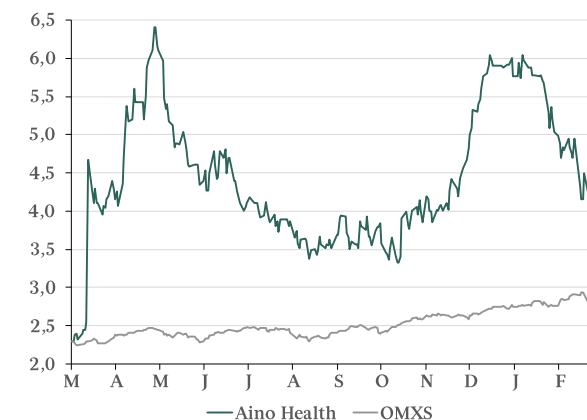
VÄRDERING

Marknaden prisar in konkurs

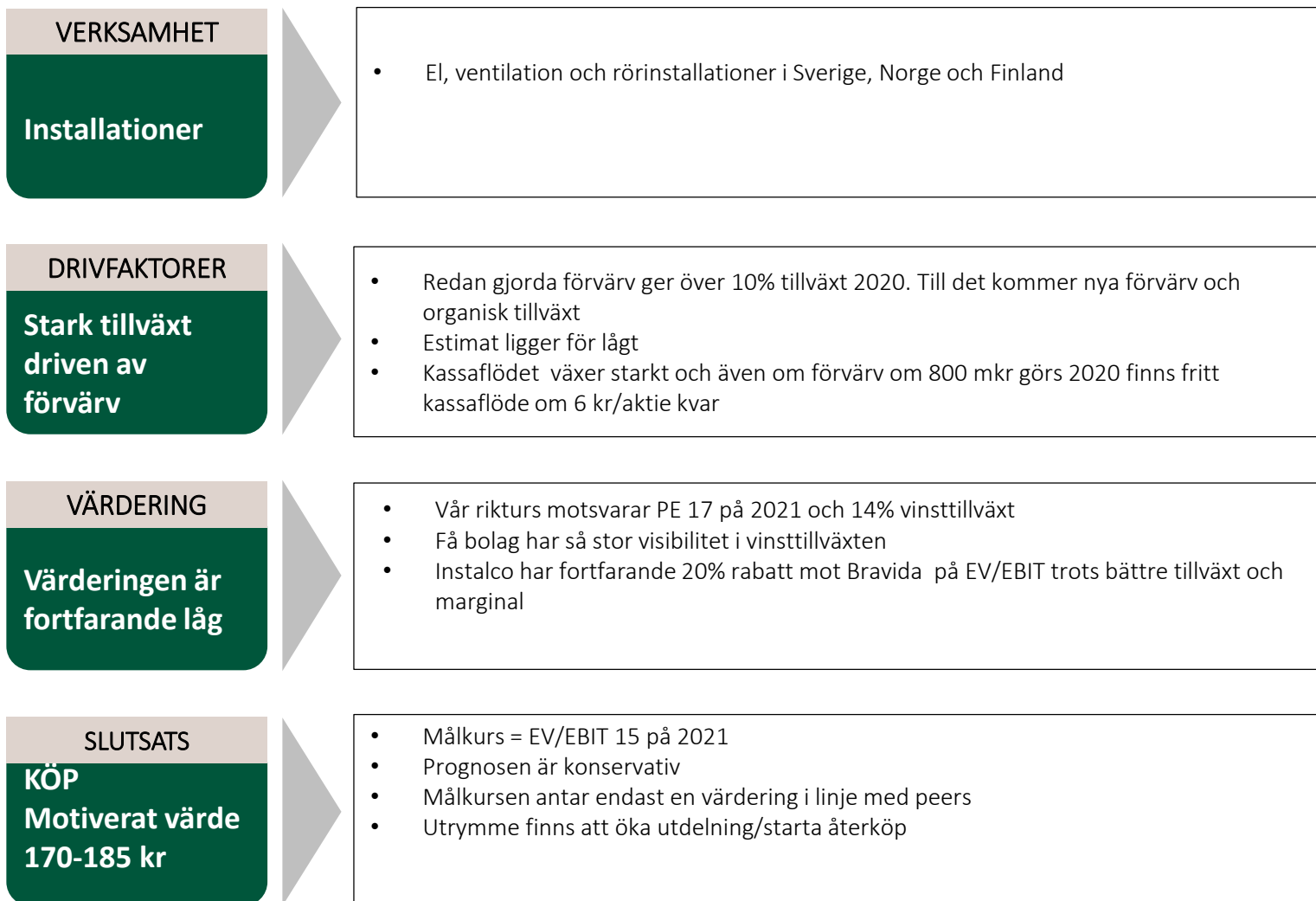
- 1) licensexpansion inom ArcelorMittal, Transcom, Attendo, mm)
- 2) nya avtal från andra kommuner då resultatet från Botkyrka kommun ser bra ut
- 3) ökad licenstillväxt drivet av samarbetspartners
- 4) värderingen av peers inom sektorn (SaaS-lösningar inom Human Capital) som handlas till en EV/Sales-multipel över 5,5x

Kurs 4,25 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	26	43	105	189
EBITDA	-13	1	33	46
EBIT	-15	-2	30	43
Vinst f. skatt	-16	-3	29	42
EPS, just.	-0,99	-0,19	1,83	2,13
EK/A	0,91	0,71	2,55	4,74
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	16,1
EBIT Marg.	-57,5	-4,7	28,9	23,0
ROE	-71,2	-23,9	112,4	58,4
ROCE	-95,5	-14,0	219,0	598,6
Nettoskuld/EK	-0,18	0,46	-0,73	-0,95
EV/Fsg.	3,54	1,52	0,62	0,35
EV/EBITDA	NM	64,8	2,0	1,4
EV/EBIT	NM	NM	2,2	1,5
P/E, just.	NM	NM	2,3	2,0
P/EK	6,52	5,95	1,67	0,90
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0

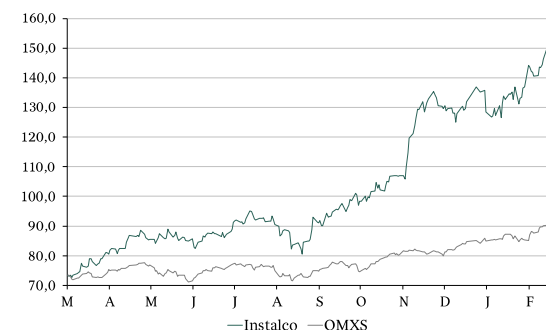


Instalco – Förvärvsmaskinen



Kurs 139,2 kr

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	5 692	7 000	8 100	9 200
EBITDA	587	705	800	930
EBIT	492	597	680	790
Vinst f. skatt	473	565	655	765
EPS, just.	7,28	8,59	9,77	11,28
EK/A	29,09	36,00	43,65	52,26
Utdelning	2,30	2,58	2,93	3,38
V/A Tillv.	42,6	18,0	13,7	15,5
EBIT Marg.	8,6	8,5	8,4	8,6
ROE	29,1	26,6	24,7	23,7
ROCE	24,0	23,5	23,3	24,0
Nettoskuld/EK	0,59	0,47	0,36	0,26
EV/Fsg.	1,37	1,10	0,95	0,84
EV/EBITDA	13,3	10,9	9,6	8,3
EV/EBIT	15,8	12,9	11,3	9,8
P/E, just.	18,6	16,2	14,3	12,3
P/EK	4,65	3,87	3,19	2,66
Direktavk.	1,7	1,9	2,1	2,4



Disclaimer

Denna publikation har sammanställts av Erik Penser Bank exklusivt för företagets kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan inte garanteras.

Erik Penser Banks medgivande krävs om hela eller delar av denna publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen vänder sig till Erik Penser Banks kunder i Sverige. Detta innebär att publikationen inte ska eller kan spridas till eller göras tillgänglig för någon i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll. Informationen i publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller rekommendation att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Erik Penser Bank fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Erik Penser Bank har utarbetat ”Etiska Regler” och ”Riktlinjer för Intressekonflikter”. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan avdelningarna inom företaget och bygger på restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Det kan dock föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan emittent och någon annan avdelning än Analysavdelningen. Erik Penser Bank har utarbetat interna restriktioner för när handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsanalys.

I denna publikation har analytikern redovisat och återgett sin personliga uppfattning om emittent och/eller finansiellt instrument. Analysen har varken grundats på uppdragsförhållande mellan emittent och analytiker eller medfört ersättning från emittent till analytiker. Den eller de som sammanställt denna publikation har inga innehav i de analyserade finansiella instrumenten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under Finansinspektionens tillsyn.

This report was completed and disseminated March 04 2020: 19:00 CET



5 mars 2020