



ERIK PENSER BANK

Penser Access

Momentum

16 september 2020

MOMENTUM – Våra mest intressanta Penser Access-bolag

Momentum är Erik Penser Banks topplista av våra bästa aktieidéer bland bolagen vi följer under Penser Access.

Penser Access Momentum är en fiktiv aktieportfölj som söker hög totalavkastning (TR) till begränsad risk inom det svenska småbolagssegmentet. Grunden är att screena samtliga bolag vi bevakar inom ramen för Penser Access, för närvarande drygt 43 stycken.

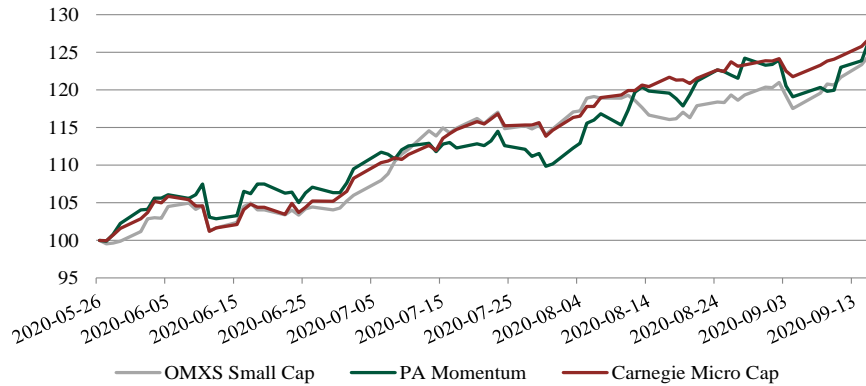
Aktierna ska uppvisa hög finansiell kvalitet samt attraktiv värdering och varje portföljbolag har genomgått en gedigen urvalsprocess innan det kvalificerats. Resultatet blir de aktieidéer som vi ser störst riskjusterad potential i under de närmaste kvartalen, med kvartalsvis utvärdering och eventuell omallokering.

PORTFÖLJ

- | | |
|---|----------------------|
| 1 | <i>Aino</i> |
| 2 | <i>BTS Group</i> |
| 3 | <i>Iconovo (ny)</i> |
| 4 | <i>Instalco</i> |
| 5 | <i>Irisity (ny)</i> |
| 6 | <i>Redsense (ny)</i> |
| 7 | <i>SBB B</i> |
| 8 | <i>Sensys (ny)</i> |

UTVECKLING – Sedan senaste omallokering 26 maj 2020

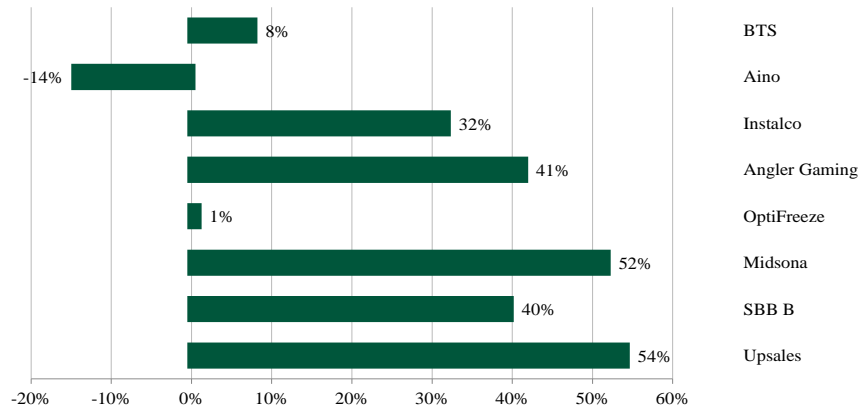
Utveckling sedan senaste omviktning, 26 maj 2020



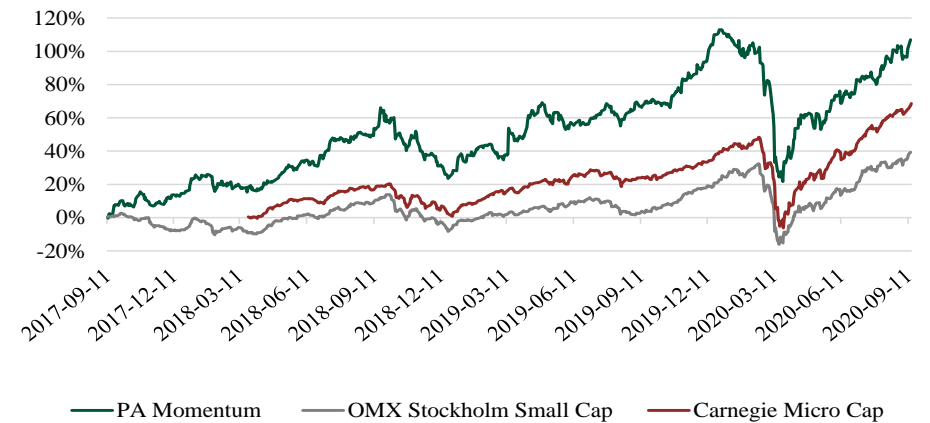
PORTFÖLJAVKASTNING

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-Feb	-1%	82%	4%	19%	2%	33%
2020 Mar-Maj	-11%	64%	-6%	12%	0%	33%
2020 Maj-	26%	107%	24%	39%	27%	69%
Sharpe Ratio:		3,8		3,4		4,4

Värde drivare, sedan 26 maj 2020



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.





ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 15 september 2020

Aino

Smart money går in

Covid-19 bromsar tillväxten

Ett antal trigger under H2'20

- Antal licenser steg till 50 000 vid slutet av kvartalet vilket motsvarar en tillväxt på 4% y/y.
- Tecknar partneravtal med Zalaris. Aino kan penetrera 10% av Zalaris kundbas inom 12m uppgår Ainos intäkt till ca 18 mkr per år

Motiverat värde 6 – 7 kr

- Genomför NE om 16 mkr
- Filip Engelbert och Jonas Nordlander äger 5,8% vardera och garanterar 100% av NE

Marknaden prisar in konkurs

- Licensexpansion inom ArcelorMittal, Transcom, Attendo, mm
- Ökad licenstillväxt drivet av samarbetspartners
- Värderingen av peers inom sektorn (SaaS-lösningar inom Human Capital) som handlas till en EV/Sales-multipel över 5,5x

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales,m	26	26	53	97
Sales Growth	24.0%	1.5%	100.0%	85.0%
EBITDA, m	(12.6)	(10.6)	4.6	18.6
EBIT, m	(14.9)	(13.6)	1.6	15.6
EPS, adj	(0.99)	(0.92)	0.03	0.73
EPS Growth	(28.4)%	(6.7)%	(103.3)%	2,258.0%
Equity/Share	0.9	0.9	1.0	1.7
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	(57.5)%	(51.8)%	3.0%	16.0%
ROE (%)	(109.0)%	(99.7)%	3.2%	43.2%
ROCE	(126.4)%	(117.4)%	10.8%	145.3%
EV/Sales	1.38x	1.36x	0.68x	0.37x
EV/EBITDA	(2.8)x	(3.4)x	7.8x	1.9x
EV/EBIT	(2.4)x	(2.6)x	22.5x	2.3x
P/E, adj	(2.1)x	(2.3)x	68.7x	2.9x
P/Equity	2.3x	2.3x	2.2x	1.3x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	(8.4)%	(33.5)%	(3.6)%	38.3%
Net Debt/EBITDA	0.0g	0.7g	(1.5)g	(0.2)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna





ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 15 september 2020

BTS

Förvärv att vänta i närtid

Förvärv att vänta i närtid

Händelse – vad är nytt

- Bolaget lämnade en svag Q2'20 rapport p.ga. Covid-19 vi tror botten nu är nådd
- Bolaget har en stark kassa som kan addera ca 175 mkr i försäljning

Motiverat värde 260 – 270 kr

- Vi anser att en period av succesiv återhämtning är att vänta
- Förvärv kommer leda till estimatjusteringar
- BTS har bibehållit personal och resurser för att möta ett stort uppdämt behov

Ursprungscase i korthet

- Bolaget har historiskt visat en stark EPS-tillväxt
- Vi bedömer att man kommer leda återhämtningen i marknaden framöver då man behållit personal och resurser

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales, m	1,865	1,698	1,868	2,111
Sales Growth	16.7%	(9.0)%	10.0%	13.0%
EBITDA, m	311	195	318	369
EBIT, m	225.7	103.8	225.0	275.0
EPS, adj	7.79	3.37	7.74	9.54
EPS Growth	16.7%	(56.7)%	129.4%	23.3%
Equity/Share	43.5	46.8	52.9	58.5
Dividend	0.00	1.73	3.88	4.78
EBIT Marginal	12.1%	6.1%	12.0%	13.0%
ROE (%)	17.9%	7.2%	14.6%	16.3%
ROCE	18.7%	8.2%	16.2%	18.4%
EV/Sales	2.03x	2.23x	2.02x	1.79x
EV/EBITDA	12.2x	19.4x	11.9x	10.2x
EV/EBIT	16.8x	36.4x	16.8x	13.8x
P/E, adj	27.1x	62.5x	27.3x	22.1x
P/Equity	4.9x	4.5x	4.0x	3.6x
Dividend yield	0.0%	0.8%	1.8%	2.2%
FCF yield	3.2%	3.4%	2.7%	3.0%
Net Debt/EBITDA	(0.7)g	(1.8)g	(1.3)g	(1.2)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna





Iconovo

Tar klivet in i USA genom ny plattform

Breddar marknaden

Amneal är tillbaka

- Amneal kommer tillbaka och tar över projektet för Symbicort i Europa från japanska CBC.
- Projektet ligger närmare Amneals kärnkompetens samt att Amneal har en bättre kapacitet att producera och sälja den färdiga produkten jämfört med CBC. Lansering 2022

Partneravtal med BNC Korea talar för fortsatt uppgång

- Bolaget uppskattar att regionen omsatte ca 82 USDm under 2019 samt att framtida royalties ligger på mellan 4% och 7% av försäljningen beroende på marknad
- Detta motsvarar en royalty intäkt för Iconovo på mellan 0,4 till 1,2 USDm per år. Lansering under 2025.

Defensiva kvalitéer

- Vårt motiverade värde för bolaget uppgår till 85-88 kr. Bolagets affärsmodell, med löpande kostnadstäckning för bolagets utvecklingsprojekt, gör att vi ser låg risk för fler kapitalanskaffningar

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales,m	17	21	31	51
Sales Growth	(1.4)%	24.9%	77.3%	76.9%
EBITDA, m	(9.1)	(12.6)	(2.7)	14.6
EBIT, m	(11.8)	(15.6)	(5.3)	12.2
EPS, adj	(1.46)	(1.94)	(0.59)	1.31
EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%
Equity/Share	14.0	12.2	11.6	12.9
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	(100.3)%	(106.3)%	(20.3)%	26.6%
ROE (%)	(10.5)%	(15.9)%	(5.1)%	10.2%
ROCE	(10.8)%	(16.4)%	(5.8)%	12.2%
EV/Sales	23.56x	18.86x	13.01x	7.91x
EV/EBITDA	(44.4)x	(32.1)x	(147.2)x	27.7x
EV/EBIT	(34.3)x	(25.9)x	(76.5)x	33.0x
P/E, adj	(42.2)x	(31.8)x	(104.2)x	46.9x
P/Equity	4.4x	5.1x	5.3x	4.8x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	(3.3)%	(4.7)%	(2.9)%	(0.9)%
Net Debt/EBITDA	9.8g	5.3g	19.4g	(3.3)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna





Instalco

Värderingsgapet kvar

Solid aktie, bara att hall i

Mer rörelse i down/upg än i verksamheten

- Q2 var stark utan att glänsa
- Down/Upgrades utan egentlig motivering
- Tillväxt starkast av alla förvärvsbolag

Motiv värde 195 kr men går lätt att sätta 230 kr

- Starkast tilläxt, starkast FCF yield, lägst skuldsättning
- 230 kr = samma värdering som Bravida på 2022
- Långsiktig tillväxt och omvärdering- ett kärninnehav

Ursprungscaset i korthet

- Högst tillväxt av förvärvare, kassaflödet allt starkare, växer sig till en successiv omvärdering

Prognoser

Instalco

186,2

SEKm	2019	2020	2021	2022
Försäljning	5 762	7 155	8 350	9 460
- y/y		24%	17%	13%
EBIT (adj.)	492	615	706	819
- marginal	8,5%	8,6%	8,5%	8,7%
EPS (adj.)	7,32	8,95	10,26	11,79
- y/y		22,2%	14,6%	15,0%
P/E adj (x)	25,4	20,8	18,2	15,8
EV/EBIT adj. (x)	21,6	17,6	15,2	12,9
ROCE	21%	23%	24%	26%
ND/EBITDA	1,5x	1,0x	0,6x	0,3x
Utdelning	2,30	2,69	3,08	3,54
Direktavkastning	1,2%	1,4%	1,7%	1,9%

Kursutveckling senaste 12 månaderna





Irisity

Kommersiellt genombrott nära

Kommersiellt genombrott nära

Händelse – vad är nytt

- Bolaget har inlett ett globalt samarbetsavtal med G4S om utrullning globalt där EMEA är första geografiska område
- Nya algoritmer för upptäckande av våldsamt beteende och övervakning av järnvägsinfrastruktur ökar TAM

Motiverat värde 29 – 31 kr

- Vi anser att nyheter kring avtalet med G4S samt andra globala säkerhetsbolag kommer driva kursen
- Nya algoritmer kommer att utöka TAM

Ursprungscase i korthet

- Har möjlighet att signifikant höja lönsamheten för kunder
- Affärsmodell där mjukvara säljs som SaaS-lösning direkt till säkerhetsbolag ger hög skalbarhet och lönsamhet

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales,m	52	52	110	245
Sales Growth	13.7%	1.4%	109.6%	123.1%
EBITDA, m	(4.9)	(1.0)	37	107
EBIT, m	(16.7)	(14.3)	23.2	91.0
EPS, adj	(0.96)	(0.50)	0.79	3.11
EPS Growth	NA%	NA%	NA%	295.9%
Equity/Share	3.8	3.4	4.9	9.3
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	NA%	NA%	21.1%	37.2%
ROE (%)	(19.3)%	(14.6)%	16.1%	33.5%
ROCE	(21.2)%	(17.9)%	25.7%	86.1%
EV/Sales	9.76x	9.63x	4.60x	2.06x
EV/EBITDA	(103.0)x	(491.3)x	13.6x	4.7x
EV/EBIT	(30.2)x	(35.3)x	21.8x	5.5x
P/E, adj	(24.0)x	(46.4)x	29.3x	7.4x
P/Equity	6.1x	6.8x	4.7x	2.5x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	NA%	NA%	2.0%	11.4%
Net Debt/EBITDA	6.9g	25.0g	(1.5)g	(1.5)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna





Redsense Medical

Momentum

Redsense Medical

Starkt Q2'20

- Tillväxt 92% i Q2'20
- Andra kvartalet i rad med svarta siffror
- Inga flaskhalsar i spåren av covid-19

Fortsatt goda utsikter

- Tillväxten fortsätter. Även tecken på nya kunder
- Gynnsam risk/reward avseende estimat för helåret
- Aktien har gått starkt, men fortsatt vinden i ryggen

Ursprungscaset i korthet

- Antal dialyspatienter som använder Redsense ökar med svarta siffror nu som följd. Ytterligare "black-box" potential från sårvård. Target 90- 100 kr

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales,m	13	21	27	35
Sales Growth	89.4%	56.7%	30.0%	30.0%
EBITDA, m	(4.4)	0.8	5.2	10.2
EBIT, m	(4.6)	0.6	5.0	10.0
EPS, adj	(0.42)	0.03	0.30	0.61
EPS Growth	NM%	NM%	774.1%	105.7%
Equity/Share	1.2	1.2	1.5	2.1
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	(34.6)%	2.9%	18.4%	28.4%
ROE (%)	(33.9)%	2.8%	19.4%	28.6%
ROCE	(28.5)%	3.8%	25.0%	36.4%
EV/Sales	38.07x	24.29x	18.69x	14.37x
EV/EBITDA	(114.9)x	631.2x	98.0x	49.6x
EV/EBIT	(109.9)x	835.4x	101.8x	50.6x
P/E, adj	(97.9)x	1,205.8x	138.0x	67.1x
P/Equity	34.2x	33.3x	26.8x	19.2x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	(5.1)%	(0.1)%	0.4%	1.1%
Net Debt/EBITDA	1.7g	(8.7)g	(1.8)g	(1.5)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna





ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastigheter | Sverige | 15 september 2020

SBB

Stronger, Bigger, Better

Stronger, Bigger, Better

Händelse – vad är nytt

- Ny finansiella mål med fokus på tillväxt i substansvärde per stam aktie har ersatt de gamla fokuserade på fastighetsvärde
- Fortsatt refinansiering av bonds leder till lägre räntekostnader
- Fastighetsprojekt i Nyköping en källa för NAV-expansion, 5-7 mdkr

Motiverat värde 38 – 40 kr

- Vi anser aktien vara den mest intressanta fastighetsaktien i dagsläget
- Yield Kontraktion på samhällsfastigheter kommer leda till NAV-expansion
- Aktien är institutionellt underägd

Ursprungscase i korthet

- Starkt yieldgap p.ga. sjuknade räntor
- Yieldkontraktion för samhällsfastigheter
- NAV-utveckling genom transaktioner, ROT och fastighetsutveckling

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Rent income	1,996	5,180	5,506	5,659
Vacancy Rate (%)	5.2	4.0	4.0	4.0
Net operating income	1,265	3,543	3,819	3,930
NOI margin (%)	63	68	69	69
FFO	700	2,616	3,346	3,457
DPS	0.6	0.8	1.0	1.2
EPRA NAVPS	20	24	26	29
FFO/Share	12.0	2.1	2.9	3.0
Rental growth (%)	19	160	6	3
P/FFO (adj)	9.0	16.1	9.8	9.4
P/EPRA NAV	1.30	1.09	1.00	0.90
Implicit yield (%)	3.5	4.2	4.6	5.1
Dividend yield	2.3	3.1	3.8	4.6
Net LTV (%)	52	45	43	42
NOI growth (%)	18	180	8	3
FFO/Share Growth (%)	20.5	NM	40.2	4.6
EPRA-NAV growth	73.4	19.2	9.9	10.2
ROE (%)	9.0	12.7	9.2	8.8

Kursutveckling senaste 12 månaderna





Sensys Gatso

En vändning marknaden inte har förstått

Ljust år i sikte

Händelse – vad är nytt

- Återkommande intäkter växer samtidigt som bolaget värderas lägre
- Enorm orderingång i år, maj-augusti mer än hela omsättningen 2019

Vi ser ca 50 % uppsida till relativt låg risk

- Aktien bör stiga när de stora vinsterna börjar trilla in, senast Q4 2020. Marknaden prisar inte in att orderboken kommer att levereras

Konjunkturokänsligt ESG-case

- Konjunkturokänsligt ESG-case med kraftig tillväxt och ökad andel återkommande intäkter
- Kvartalsrapporterna framöver och nya större order är kurstriggers.
- Gott & blandat inom det finansiella i närtid. Avskrivning om 15 Mkr årligen upphör och skatt kommer inte behöva betalas för 150 Mkr.

Prognoser

	19	20e	21e	22e
Sales, m	406	549	816	710
Sales Growth	6.8%	35.1%	48.6%	(12.9)%
EBITDA, m	29	98	167	110
EBIT, m	(24.4)	61.3	133.0	73.3
EPS, adj	(0.02)	0.07	0.14	0.06
EPS Growth	-%	(2.5)%	1.2%	(0.6)%
Equity/Share	0.5	0.5	0.6	0.7
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	(6.0)%	0.1%	0.2%	0.1%
ROE (%)	(3.0)%	4.5%	20.5%	11.0%
ROCE	(5.3)%	6.4%	24.1%	15.7%
EV/Sales	3.41x	2.52x	1.70x	1.95x
EV/EBITDA	48.4x	14.1x	8.3x	12.6x
EV/EBIT	(56.7)x	22.6x	10.4x	18.9x
P/E, adj	(97.7)x	23.2x	10.7x	24.3x
P/Equity	3.1x	3.0x	2.5x	2.2x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	(3.9)%	5.8%	10.0%	4.8%
Net Debt/EBITDA	1.1g	(0.1)g	(0.9)g	(1.9)g

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Disclaimer

Denna publikation (nedan ”Publikationen”) har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd 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.

Banken fransägar 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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Köp; innebär att Banken förväntar sig en totalavkastning på minst 10 % de närmaste 12 månaderna.

Sälj; innebär att Banken förväntar sig en negativ totalavkastning om minst 10 % de närmaste 12 månaderna.

Stängd rekommendation; innebär att Banken anser att de drivkrafter som den tidigare investeringsrekommendationen baserades på reflekteras i nuvarande värdering.

Rekommendationerna uppdateras kontinuerligt.

Klicka här <https://www.penser.se/wp-content/uploads/2017/04/Rectrack.pdf> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids.

Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person 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.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intresskonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Den i Publikationen lämnade investeringsrekommendationen har varken grundats på uppdragsförhållande mellan analyserat bolag och Banken eller någon anställd i banken eller medfört ersättning från bolaget. Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

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





ERIK PENSER BANK

Vi utvecklar förmögenheter