

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.

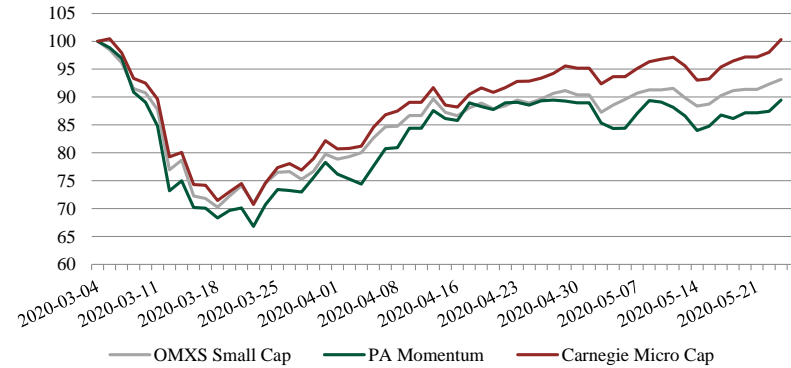
Aktierna ska uppvisa hög finansiell kvalitet samt attraktiv värdering och varje portföljbolag har genomgått en gedigen urvalsprocess innan det kvalificerats. Resultatet blir de aktieidéer som vi ser störst riskjusterad potential i under de närmaste kvartalen, med kvartalsvis utvärdering och eventuell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

PORTFÖLJ

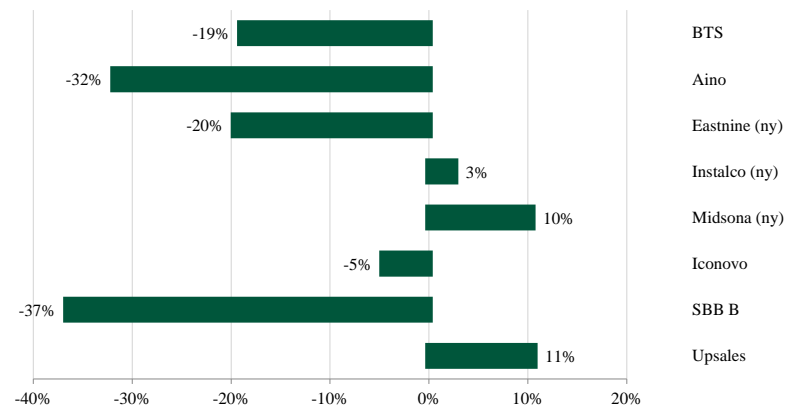
1	<i>BTS Group</i>
2	<i>Angler Gaming ny</i>
3	<i>SBB B</i>
4	<i>Upsales</i>
5	<i>OptiFreeze ny</i>
6	<i>Midsona</i>
7	<i>Aino</i>
8	<i>Instalco</i>

Penser Access Momentum*

Utveckling sedan senaste omviktning, 4 mars 2020



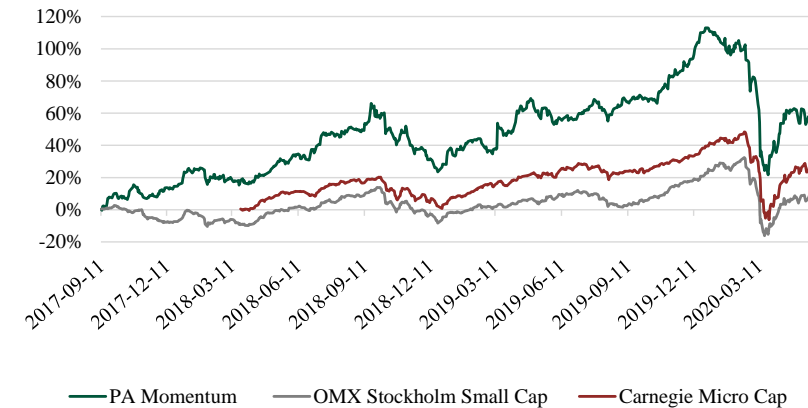
Värde drivare, sedan 4 mars 2020



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-	-11%	63%	-7%	11%	0%	33%
Sharpe Ratio:		2,3		1,0		2,8

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.



BTS – Historiskt hög rabatt emot peers trots starka nyckeltal (kurs 192,2 kr)

VERKSAMHET

Klarat sig väl

- Q1'20 i linje med vinstvarning
 - Bolaget har sedan den 1 mars vunnit avtal med digital leverans till ett värde av 350 mkr
 - Under 23e april till 14 maj accelererade den dagliga affärstakten mot perioden 1 mars till 23e april

VÄRDERING

Hög implicit WACC

- Bolaget värderas i dagsläget på en implicit WACC om 14%
 - Vi ser ett motiverat värde om 270-280 kr vilket motsvarar en WACC om 8,5%

TRIGGERS

Välfylld kassa samt besked om utdelning

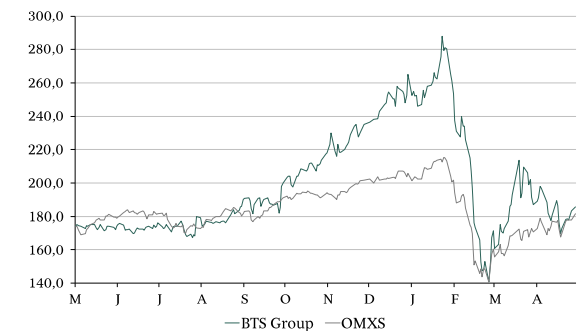
- Vi bedömer att BTS genom sin välfyllda kassa kan addera ca 150-200 mkr i försäljning
 - Bolaget kommer konsolidera marknaden då man har en hög förmåga att genomföra digital leverans till skillnad från många konkurrenter

CASE

Ett av våra starkaste Access Case

- Vi ser en uppsida i bolaget kommande 6 månader
 - Förvärv är en potentiell trigger
 - Besked om utdelning en annan möjlig trigger
 - Vi bedömer att man kan överraska positivt i Q2

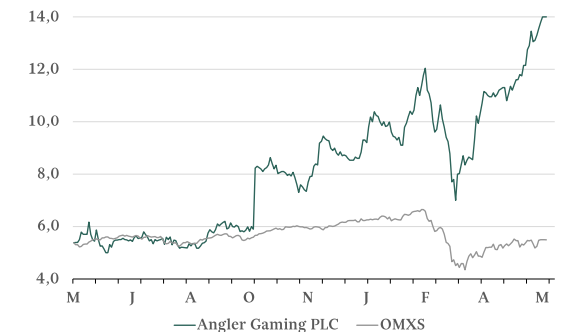
	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	1 865	1 916	2 155	2 457
EBITDA	311	277	356	418
EBIT	226	189	265	326
Vinst f. skatt	216	179	255	316
EPS, just.	7,84	6,48	9,27	11,45
EK/A	43,47	50,07	56,03	62,86
Utdelning	0,00	3,33	4,64	5,74
V/A Tillv.	17,6	-17,3	42,9	23,6
EBIT Marg.	12,1	9,9	12,3	13,3
ROE	19,6	13,9	17,5	19,3
ROCE	40,3	30,6	40,4	43,7
Nettoskuld/EK	-0,27	-0,36	-0,35	-0,35
EV/Fsg.	2,34	1,80	1,60	1,40
EV/EBITDA	14,1	12,4	9,7	8,2
EV/EBIT	19,4	18,2	13,0	10,6
P/E, just.	30,3	29,6	20,7	16,8
P/EK	5,48	3,84	3,43	3,06
Direktavk.	0,0	1,7	2,4	3,0



Angler Gaming – En krydda i portföljen många missat (kurs 13,8 kr)

VERKSAMHET Operatör	<ul style="list-style-type: none"> • Angler Gaming grundades som en spin-off ifrån Betsson 2012 • Största delen av spelutbudet återfinns inom kasinospel • Eventuell lansering av sportbok inför det uppskjutna fotbolls-EM • Intäkterna från Premier Gaming svarade för 19% av de totala intäkterna i Q1'20
Q1 Starkt trading update	<ul style="list-style-type: none"> • Intäkterna uppgick till EUR 9,75m, motsvarande en ökning med 23% q/q och 55% y/y • De genomsnittliga dagliga spelintäkterna var 10% högre för de 40 första dagarna i Q2 jämfört med Q1
VÄRDERING Lägst i sektorn	<ul style="list-style-type: none"> • Vi bedömer att Angler värderas till en kraftig rabatt p.g.a. att marknaden missat dem <ul style="list-style-type: none"> • Rabatten uppgår till ca 45% och bolaget handlas till en implicit WACC om ca 15%
SLUTSATS Motiverat värde 17-18 kr	<ul style="list-style-type: none"> • Genom Angler får man en hög exponering mot tillväxtmarknader och den accelererande trenden att spel går ifrån fysiska casinon till online <ul style="list-style-type: none"> • Motiverat värde 17-18 kr

	2019A	2020E	2021E	2022E
Försäljning	28,5	44,1	58,2	61,4
EBITDA	7,1	13,0	15,4	15,6
EBIT	7,0	13,0	15,3	15,6
Vinst f. skatt	6,6	12,2	14,8	15,0
EPS, just	0,09	0,16	0,19	0,19
EK/A	0,14	0,21	0,33	0,41
Utdelning	0,05	0,07	0,11	0,12
EPS Tillv.	48%	83%	21%	2%
EBIT Marg.	25%	30%	26%	25%
ROE	61%	74%	57%	47%
ROCE	66%	81%	61%	50%
Nettoskuld/EK	n.m	n.m	n.m	n.m
EV/fsg.	2,8	1,8	1,4	1,3
EV/EDITDA (just.)	11,1	6,1	5,1	5,0
EV/EBIT (just.)	11,2	6,1	5,1	5,0
P/E	19,7	10,7	8,9	8,7
P/EK	17,1	12,1	8,0	5,1
Direktavk.	4,2%	3,0%	4,1%	6,8%



SBB – Fokus på portföljoptimering kommer skapa aktievärde (kurs 18,46 kr)

VÄXLAR UPP

Back on track
efter rättstvist

- Den rabatt som funnits på p.ga. pågående utredning mot bolagets VD kommer att försvinna i närtid

RENODLING

Gör reavinster i
portfölj
optimering

- Bolaget har nu sålt fastigheter till ett värde av ca 4,22 mdkr sedan transaktionen med Hemfosa blev klar
 - Den senaste transaktionen gjordes 6% över vad fastigheterna skulle sålts för i den avblåsta Nyfosa-transaktionen

VÄRDERING

Bekräftar
Kreditbetyg

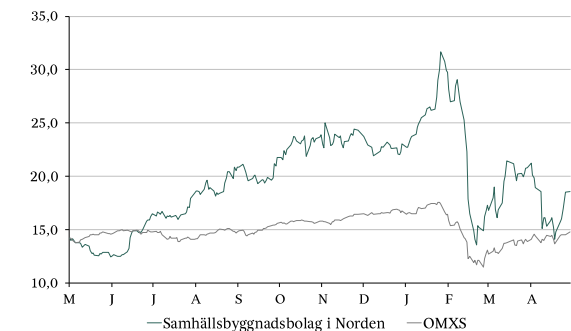
- Fitch har i dagarna bekräftat bolagets kreditbetyg (BBB-) och har gett bolaget stabila utsikter de kommande 12 månaderna
 - S&P har givit bolaget rating A-3 för ett stundande certifikatprogram
 - Vi bedömer att S&P kommer att lyfta bolaget av Credit Watch Negative i närtid då orsakerna till att bolaget var på listan var att förundersökningen skulle påverka bolaget på transaktionsmarknaden

TOP-PICK

Motiverat värde
35 kr

- Vi ser ett motiverat värde på 35 kr
 - Bolaget är fortsatt lågt värderat isförhållande till kassaflödet från fastighetsbeståndet
 - Oron på fastighetsmarknaden kommer att klinga av, Klöverns nyligen genomföra refinansiering är ett exempel på detta

	2019	2020E	2021E	2022E
Hysesintäkter	1 996	5 043	5 250	5 408
Driftsnetto	1 265	3 430	3 535	3 645
Förv. Resultat	645	2 552	3 063	3 173
Vinst f. Skatt	3 137	6 630	4 968	5 079
EPS, just	0,5	2,0	2,4	2,6
NAV/A	12,7	15,2	17,4	19,8
EPRA-NAV/A	20,0	22,3	24,5	27,0
EPS Tillv.		296%	20%	5%
Överskottsgrad	63	68	67	67
ROE	12	13	9	9
Vakansgrad	3,8	3,0	3,0	3,0
Belåningsgrad	0,40	0,48	0,47	0,45
P/Förvalt.	36,0	9,1	7,6	7,2
P/NAV	1,46	1,21	1,06	0,93
P/EPRA-NAV	0,94	0,83	0,75	0,68
Direktavk.	3,3	4,3	5,4	6,5



Upsales – Historiskt hög rabatt emot peers trots starka nyckeltal (kurs 29 kr)

VERKSAMHET

Klarat sig väl

- Bolaget har fortsatt stänga affärer in i inledningen av Q2 och har lanserat intressanta initiativ
 - Satsar på vinna kunder med försäljning till offentlig sektor med ny modul
 - Ökar försäljning med 50% nya kunder 50% ökad ARPU p.ga. Nya initiativ (tidigare 65% nya 35% ARPU)
 - ARR tillväxt y/y 20%

CHURN

B2B verksamhet klarat sig bra

- Bolaget guidar för en något högre churn kommande kvartal
 - Vi bedömer att churn för bolaget kommer stiga till 8-12% under Q2
 - CRM-system underlättar distansarbete och är need to have snarare än nice to have i många säljande företag
 - Churn kommer ifrån minskat antal licenser per kund snare än konkurser och att folk slutat använda systemet

VÄRDERING

Fortsatt attraktiv

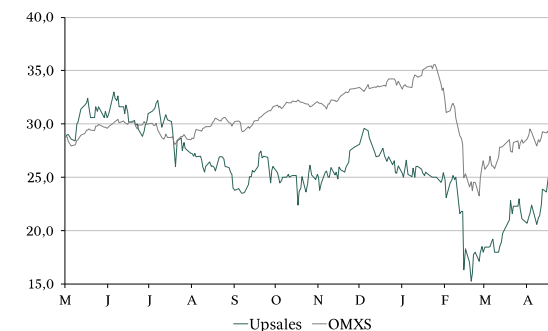
- Bolaget värderas nu på historiskt låga multiplar och en implicit WACC om 12,5%
 - Givet en minskning av rabatten från 35 till ca 15% ser vi ett motiverat värde i spannet 27-29 kr
 - På dessa nivåer värderas bolaget på en implicit WACC om 10%

REKOMMENDATION

Ett av våra starkaste Access Case

- Bolaget handlats till för hög rabatt emot peers
 - Bolaget visar ARR-tillväxt i paritet eller strax över Lime
 - Kvaliteten i intäkterna med 90% återkommande är högre än Lime och i paritet med Fortnox och internationella SaaS-bolag

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	68	78	103	126
EBITDA	13	15	24	35
EBIT	4	7	16	27
Vinst f. skatt	3	7	15	27
EPS, just	0,2	0,3	0,6	1,2
EK/A	1,2	1,5	2,1	3,3
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0
EPS Tillv.	NM	59	96	90
EBIT Marg.	5,3	8,5	15,1	21,2
ROE (just.)	15,9	20,2	28,4	35,0
ROCE (just.)	11,2	13,5	27,9	37,3
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM
EV/fsg.	6,8	5,8	4,3	3,4
EV/EDITDA (just.)	35	29	19	12
EV/EBIT (just.)	106	69	28	16
P/E (just.)	149	94	48	25
P/EK	24	19	14	9
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0



OptiFreeze – Kommersiellt genomslag inom räckhåll (kurs 26,7 kr)

VERKSAMHET

Fortsatt stor potential i marknaden

- Fokusområden: OptiFlower och OptiDry
- Påvisad effekt om förlängd hållbarhet med 5 dagar från nuvarande 5 - 7
- Ny guidning om 30 maskiner 2020 – 2022
- Marknadsvärde 100 mdkr i Europa

FRAMÅTBlick

Triggers inom närtid

- Order inom Cut Flowers – sticklingar med återkommande intäkter och potentiell referenskund.
- Order från Syngenta – stark samarbetspartner med stor potential
- Order inom OptiDry – stor marknadspotential

RISKER

Arbete fortskrider trots Covid

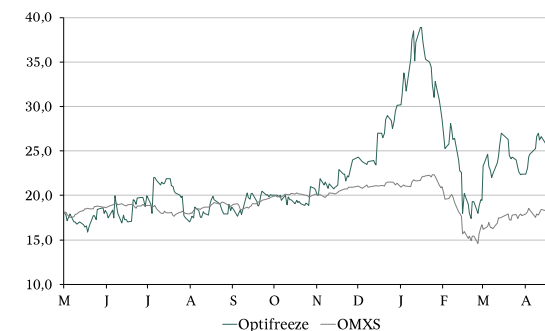
- Letar aktivt samarbetspartners inom Cut Flowers, ingen betydande effekt av Covid-19 hittills.
- Risk för NE, ingen räntebärande skuld och 10,2 mkr kassa, bedöms räcka t.o.m. Q'3 – Q'4 om intäkter skjuts på framtiden.

VÄRDERING

Kan växa in i multiplar

- Upp ca 12 % YTD. EV/sales 11x för 2021e, 4x för 2022e. Högre potential om maskiner nyttjas fullt
- Kassaflödespositivt 2021 (estimat). Lågt bedömt investeringsbehov om ca 300 – 400 tkr 2020 – 2022.
- Riktkurs 29 – 31 SEK

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	3	9	28	76
EBITDA	-8	-4	6	34
EBIT	-8	-4	5	33
Vinst f. skatt	-8	-4	5	33
EPS, just.	-0,81	-0,47	0,38	2,35
EK/A	2,31	1,78	2,20	4,83
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	513,2
EBIT Marg.	-239,2	-50,0	19,2	43,7
ROE	-44,0	-26,1	21,6	74,7
ROCE	-95,9	-35,5	29,3	124,8
Nettoskuld/EK	-0,60	-0,13	-0,01	-0,34
EV/Fsg.	63,59	32,95	10,12	3,77
EV/EBITDA	NM	NM	47,9	8,5
EV/EBIT	NM	NM	52,9	8,6
P/E, just.	NM	NM	69,7	11,4
P/EK	10,32	15,04	12,11	5,52
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0



Midsona – Förvärvsresan fortsätter (kurs 49,1 kr)

VERKSAMHETEN

**Konsoliderar
Europa**

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

FÖRVÄRV

**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

UTSIKTER

**Förhöjda
utsikter**

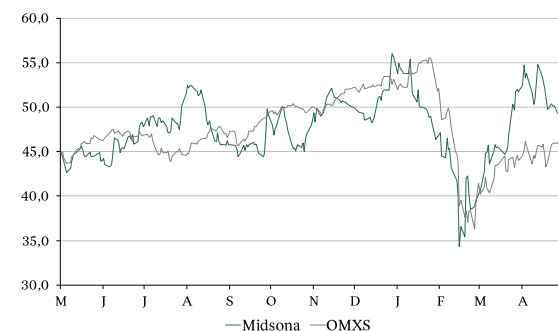
- Förvärven stärker EBIT med 14,7% för '20e
- Nya produktanseringar lyfter GM under 2020
- Kapitalisera kostnadssynergier på ca 100 mkr per år från 2022

SLUTSATS

Attraktiv

- EV/EBITDA 10,7x på 2020e, attraktivt givet peers
- Bolagets framgångsrika förvävsstrategi och starka kassaflöden
- 10%+ tillväxt för bolaget prioriterade varumärken

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	3 081	3 504	3 680	3 808
EBITDA	285	404	475	496
EBIT	170	278	375	396
Vinst f. skatt	116	235	314	335
EPS, just.	1,49	2,89	3,87	4,12
EK/A	35,72	37,11	38,98	40,60
Utdelning	1,25	1,50	2,00	2,50
V/A Tillv.	-46,8	93,6	33,9	6,6
EBIT Marg.	5,5	7,9	10,2	10,4
ROE	4,9	7,9	10,2	10,4
ROCE	5,3	7,7	10,6	11,4
Nettoskuld/EK	0,58	0,47	0,38	0,31
EV/Fsg.	1,48	1,31	1,25	1,21
EV/EBITDA	16,0	11,4	9,7	9,3
EV/EBIT	26,8	16,6	12,3	11,6
P/E, just.	33,1	17,0	12,7	11,9
P/EK	1,38	1,32	1,26	1,21
Direktavk.	2,5	3,1	4,1	5,1



Aino – Smart money går in (kurs 2,84 kr)

Q1'20

**COVID-19
bromsar
tillväxten**

- Antal licenser sjönk till 48 000 vid slutet av kvartalet vilket motsvarar en tillväxt på 2% y/y.

FOKUS

**Ett antal triggers
under 2020**

- Är i slutförhandling med ett internationellt bolag 10 000+ licenser
- Tecknar partneravtal med Zalaris. Aino kan penetrera 10% av Zalaris kundbas inom 12m uppgår Ainos intäkt till ca 18 mkr per år.
- Utrullning av licenser på befintliga kunder (Transcom, Mittal & Attendo)
- Vi räknar med ett positivt kassaflöde under H2'20

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

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	26	29	74	136
EBITDA	-13	-9	19	37
EBIT	-15	-12	16	34
Vinst f. skatt	-16	-13	15	33
EPS, just.	-0,99	-0,80	0,93	1,64
EK/A	0,91	1,05	1,98	3,62
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	75,6
EBIT Marg.	-57,5	-39,5	21,7	24,8
ROE	-71,2	-81,5	61,4	58,4
ROCE	-95,5	-103,5	135,5	335,1
Nettoskuld/EK	-0,18	-0,36	-0,59	-0,87
EV/Fsg.	3,54	1,52	0,61	0,33
EV/EBITDA	NM	NM	2,4	1,2
EV/EBIT	NM	NM	2,8	1,3
P/E, just.	NM	NM	3,0	1,7
P/EK	6,52	2,70	1,43	0,78
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0



Instalco – En tillväxtresa (kurs 145 kr)

VERKSAMHET

Installationer

- El, ventilation och rörinstallationer i Sverige, Norge och Finland

DRIVFAKTORER

Tillväxten outstanding

- Instalcos tillväxt accelererar i ett svårt läge för många andra bolag
- Fortsatta förvärv gör att nästan 20% tillväxt redan ligger i böckerna för 2020.
- Q1 visade organisk tillväxt kring 10% för tredje kvartalet på raken
- Estimat ligger för lågt och kassaflödet växer starkt

VÄRDERING

Värderingen är fortfarande låg

- Få bolag har så stor visibilitet i vinsttillväxten
- Instalco har över 30% rabatt mot Bravida på EV/EBIT trots bättre tillväxt och marginal
- Utrymmet att växa är fortsatt stort

SLUTSATS

Ett kärninnehav Minst 20% uppsida

- Målkurs = EV/EBIT 15 på 2021 och PE 15 på 2022
- Vi tror vinsttillväxten kommer att takta på minst 15% årligen
- Målkursen antar endast en värdering i linje med Bravida
- Utrymme finns att öka utdelning/starta återköp

	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljning	5 692	7 046	8 100	9 200
EBITDA	587	724	800	930
EBIT	492	613	680	790
Vinst f. skatt	473	578	655	765
EPS, just.	7,28	8,82	9,89	11,42
EK/A	29,09	36,26	44,27	53,47
Utdelning	2,30	2,65	2,97	3,43
V/A Tillv.	42,6	21,2	12,1	15,5
EBIT Marg.	8,6	8,7	8,4	8,6
ROE	29,1	27,3	25,2	24,2
ROCE	24,0	24,9	25,3	27,5
Nettoskuld/EK	0,59	0,39	0,24	0,07
EV/Fsg.	1,37	1,13	0,98	0,86
EV/EBITDA	13,3	11,0	9,9	8,5
EV/EBIT	15,8	12,9	11,7	10,0
P/E, just.	18,6	16,5	14,7	12,7
P/EK	4,65	4,00	3,28	2,72
Direktavk.	1,7	1,8	2,0	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.