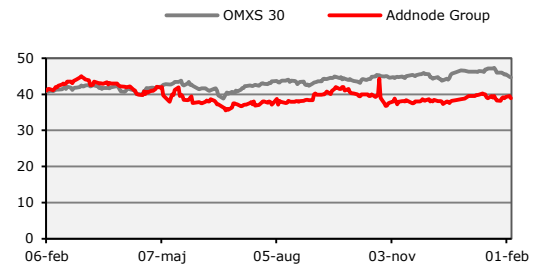


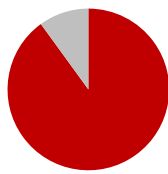
Sammanfattning
Addnode Group (ANODb.ST)
Stark avslutning på utmanande år

- Addnode Group avslutar ett 2013 med flaggan i topp. Tillväxten uppgick till 10 procent i kvartalet sedan bolaget gjort ett antal förvärv som bidragit både till försäljningen och resultatet på ett positivt sätt. Rörelseresultatet uppgick till 46,1 miljoner kronor vilket var bättre än de 36 miljoner kronor vi hade förväntat oss.
- Addnode Group har valt att justera sitt tillväxtmål från 20 till 10 procent vilket vi anser är helt logiskt då bolaget nu är betydligt större än de var när målet sattes. 10 procent är fortsatt ett utmanande mål men med stöd av fortsatta förvärv är det inom räckhåll för bolaget.
- Den starka avslutningen på 2013 skapar goda möjligheter för en bra inledning på 2014 för bolaget.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 1 189 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Staffan Hanstorp
 Styrelseordf: Sigrun Hjelmqvist

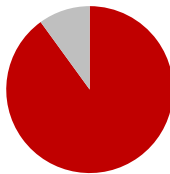

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



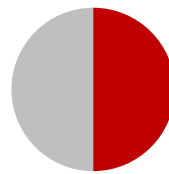
9,0 poäng

Ägarskap



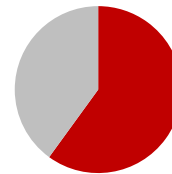
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



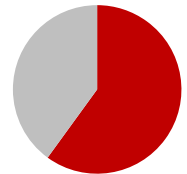
5,0 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 365	1 444	1 586	1 649	1 715	Aktiekurs (SEK)	39,5
Tillväxt	5%	6%	10%	4%	4%	Antal aktier (milj)	30,1
EBITDA	150	94	170	176	182	Börsvärde (MSEK)	1 189
EBITDA-marginal	11%	7%	11%	11%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-51
EBIT	118	86	121	132	137	Free float (%)	55 %
EBIT-marginal	9%	6%	8%	8%	8%	Dagl oms. ('000)	12
Resultat före skatt	119	86	121	132	137		
Nettoresultat	87	81	95	103	107		
Nettomarginal	6%	6%	6%	6%	6%		
Utdelning/Aktie	2,25	2,25	1,57	1,71	1,78	Analytiker:	
VPA	3,08	2,68	3,14	3,42	3,56	Erik Kramming	
P/E	11,84	14,14	12,58	11,56	11,11	erik.kramming@redeye.se	
EV/S	0,66	0,79	0,76	0,71	0,66		
EV/EBITDA	5,99	12,13	7,13	6,68	6,27		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kasselikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Logisk förändring av tillväxtmål

Stark avslutning på året
för Addnode Group

Addnode Group avslutade 2013 starkt med en rapport där försäljningen var i nivå med våra estimat men där resultatet överträffade våra förväntningar. Redan i rapporten för det tredje kvartalet skrev Addnode Group att de förväntade sig en stark avslutning på året vilket de också levererade.

		Prognos	Utfall	Differens	Differens
		2013 Q4	2013 Q4	Mkr	%
Design	Försäljning	200,0	204,8	4,8	2%
	EBITA-resultat	15,0	23,4	8,4	56%
	Marginal	7,5%	11,4%		
Product Lifecycle	Försäljning	74	73,4	-0,6	-1%
	EBITA-resultat	11,0	16,9	5,9	54%
	Marginal	14,9%	23,0%		
Process	Försäljning	128,0	119,1	-8,9	-7%
	EBITA-resultat	24,0	23,3	-0,7	-3%
	Marginal	18,8%	19,6%		
Content	Försäljning	45,0	40,5	-4,5	-10%
	EBITA-resultat	0,0	-3,7	-3,7	na
	Marginal	0,0%	-9,1%		
Centralt	Försäljning	-4	-4,3	-0,3	0%
	EBITA-resultat	-7,0	-6,0	1	14%
Total försäljning		443,0	433,5	-9,5	-2%
EBITA-resultat		43,0	53,9	10,9	25%
EBITA marginal		9,7%	12,4%		
Immateriella avskrivningar		-6,1	-7,8	-1,7	28%
EBIT		36,9	46,1	9,2	25%

Övertagandet av Joint
Collaboration har gått
enligt plan vilket är
planenligt

Design Management hade en stark avslutning på året och uppvisade en marginal på hela 11,4 procent vilket var över vår förväntan. Tillväxten var också stark men beror på förvärvet av Joint Collaboration nu ingår i affärsområdet. Addnode Groups vd Staffan Hansson uppger att införlivandet av Joint Collaboration har gått enligt plan och att bolaget har presterat bra i det fjärde kvartalet vilket är viktigt. Den norska marknaden fortsätter att utvecklas mycket bra även om det finns vissa orosmoln på den norska fastighetsmarknaden är det inget som Addnode Group ännu märkt av. Den svenska marknaden beskrivs fortsatt som stabil medan marknaden är svagare i Finland. Den danska marknaden som är den minsta för affärsområdet uppges uppvisa röda siffror.

Stark produktmix ger god
marginal i fjärde
kvartalet

Affärsområdet **Product Lifecycle Management** presterade även det ett starkt sista kvartal. Försäljningen uppgick till 73 miljoner kronor vilket var i nivå med vår förväntan men lönsamheten var betydligt starkare med en marginal på hela 23 procent. En stark produktmix ligger bakom enligt bolaget vilket troligtvis inneburit en god licensförsäljning under kvartalet. Addnode Group uppger också att försäljningen utanför Norden har varit stark i kvartalet vilket är positivt och visar på att bolaget inom det här affärsområdet har egenbyggda lösningar som står sig starka i den internationella konkurrensen. En stark avslutning under 2013 är bra även för inledningen av 2014.

Process Management upplever en god efterfrågan från offentlig sektor

Process Management fortsätter att leverera stabila marginaler till följd av en god efterfrågan från offentlig sektor. Detta är Addnode Groups stabilaste affärsområde och också det affärsområde som uppvisar den högsta genomsnittliga lönsamheten.

Fler åtgärder inom Content Management genomförda och bolaget ser ökade möjligheter för att affärsområdet ska bidra med lönsamhet under 2014

I affärsområdet **Content Management** har Addnode Group fortsatt att genomföra förändringar för att vända verksamheten som dragits med svag lönsamhet under en längre tidsperiod. Engångskostnaderna för dessa förändringar uppgick i kvartalet till -3,7 miljoner kronor och justerat för det gick rörelsen med ett noll resultat i kvartalet. Addnode Groups vd uttryckte vid rapportpresentationen att de nu ser goda möjligheter att nå ett godkänt resultat på verksamheten under året även om det kan ta något kvartal till. Vad en godkänd lönsamhet är framgick dock inte men ett första steg anser vi i alla fall lär vara runt fem procents marginal. Detta är ett konkurrensutsatt område där många har svårt att leverera bra marginaler men 5-10 procent bör inte vara omöjligt på sikt.

Logiskt att Addnode justerar sitt långsiktiga tillväxtmål som inte har känts relevant under den senaste tiden

Addnode Group justerar långsiktigt tillväxtantaganden

Addnode Group meddelade i samband med rapporten att de justerat deras finansiella mål för den långsiktiga tillväxten till 10 procent från tidigare 20 procent. Detta är en enligt oss en väldigt logisk justering då bolaget sedan länge växt ur det tidigare tillväxtmålet. För ett bolag av Addnode Groups storlek ska kunna växa med 20 procent per år skulle det krävas mycket stora förvärv och det är inte troligt att de på ett bra sätt kan genomföra det. Vi anser att ett tillväxtmål på 10 procent är mer realistiskt även om det kommer vara utmanande för bolaget att nå även det speciellt med den svaga organiska tillväxten som bolaget uppvisat under de senaste åren. Addnode Group är lite av en förvärvsmaskin och har ett mycket fint trackrecord när det gäller att framgångsrikt införliva bolag i gruppen. Detta är en av de stora anledningarna till varför vi tycker det är intressant att äga aktier i bolaget.

Allt större del återkommande intäkter i bolaget vilket skapar stabilitet

En annan intressant sak som är värd att notera i rapporten för det fjärde kvartalet är den förändring som sker i Addnode Group där bolagets intäkter av återkommande slag blir en allt större del av de totala intäkterna. Andelen återkommande intäkter i det fjärde kvartalet stod för 44 procent i jämförelse med 37 procent för ett år sedan. Detta är en styrka på flera sätt exempelvis jämnar det ut kvartalssvängningarna i bolaget men ger också en stabil intäktbas som många andra konsultbolag saknar. Det är även troligt att andelen återkommande intäkter kommer att fortsätta att öka som del av de totala intäkterna även framöver. Detta beror både på att det blir allt vanligare att programvaror upphandlas enligt en SaaS modell istället för med en licensmodell men också för att Addnode Groups senaste förvärv har varit av bolag som har affärsmodeller som bygger på återkommande intäkter. Vi tror även att framtida förvärv kommer att innehålla allt mer av den affärsmodellen vilket också talar för att de repetitiva intäkterna i bolaget kommer att öka över tid.

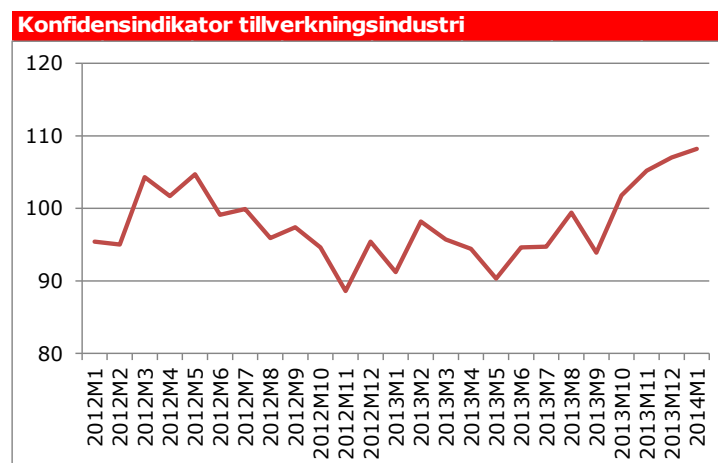
Finansiella prognoser

Den starka avslutningen på 2013 skapar goda möjligheter för en bra inledning på 2014

Efter ett relativt svagt och svajigt 2013 var det viktigt att Addnode Group avslutade året starkt vilket de också gjorde. Redan i utgången av det tredje kvartalet märkte bolaget av en förbättring på marknaden vilket de också skrev i rapporten för det tredje kvartalet. Den förbättringen höll också i sig vilket skapar ökade förutsättningar för en stark inledning på 2014. Detta är i linje med hur de övriga konsultbolagen som hitintills har rapporterat har beskrivit marknaden och också i linje med den konsultrapport som vi släppte i december månad.

Viss ljusning i industrin är bra för flera av Addnodes affärsområden

Tittar vi på konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin nedan så ser vi den vändningen i marknaden som Addnode Group skrev om att de såg vid utgången av det tredje kvartalet. Den ökade tilltron ser ut att ha fortsatt genom kvartalet även om rapporterna från industribolagen för det fjärde kvartalet har varit relativt svaga i flera fall.



Den starka avslutningen på 2013 talar för att även inledningen av 2014 kommer att starta starkt för bolaget. Det finns dock alltid orosmoment på marknaden och ett sådant som kan vara värt att hålla extra koll på är hur fastighets- och byggmarknaden utvecklas i Norge under nästa år. Det har varit en stark marknad för Addnode Group under de senaste åren men det kommer flera rapporter om överhettningstendenser och fallande bopriser där vilket skulle kunna få konsekvenser för bolaget framöver även om de är tydliga med att de inte märkt av några sådana ännu.

Tabell: Prognoser

SEKm	2008	2009	2010	2011	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14E	Q2'14E	Q3'14E	Q4'14E	2014E
Försäljning	1025	989	1060	1301	1365	371	338	301	434	1444	413	369	335	469	1586
EBIT	98	49	52	99	118	19	14	3	46	86	32	19	15	56	121
PTP	104	45	53	120	119	19	14	3	46	86	32	19	15	56	121
VPA, SEK	4,18	1,81	2,13	3,71	3,08	0,53	0,46	0,09	1,53	2,68	0,83	0,48	0,38	1,45	3,14
Försäljningstillväxt (YoY)		-3%	7%	23%	5%	3%	6%	3%	10%	6%	11%	9%	11%	8%	10%
EBIT marginal	10%	5%	5%	8%	9%	5%	4%	1%	11%	6%	8%	5%	4%	12%	8%
VPA tillväxt (YoY)		-57%	28%	74%	-17%	-35%	-5%	-86%	29%	-13%	55%	5%	339%	-5%	17%

Källa: Redeye research

Värdering

Vi värderar Addnode Group genom en DCF-värdering. Vårt avkastningskrav uppgår till 10 procent som bygger på vår rating modell. Vi räknar med en långsiktig genomsnittlig tillväxt mellan åren 2015-2022 på 4,4 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal på 8,1 procent. Vi räknar med en terminal tillväxt på 3 procent och en EBIT-marginal på 7,5 procent. Detta ger oss ett motiverat värde på **38 kronor per aktie** vilket är en krona högre än tidigare.

Relativvärdering

Addnode Group värderas inte längre med en rabatt mot konsultsektorn vid en jämförelse av P/E-talen utan värderas nära genomsnittet för sina peers för 2014E. Vi anser att Addnode Group bör kunna värderas med en premium jämfört med sina Peers bland annat då bolaget har en hög andel repetitiva intäkter och en god direktavkastning. Det blir intressant att se hur Addnode Group kommer att värderas framöver då bolaget får allt mer karaktären av ett programvarubolag med egen leveransorganisation vilket över tid bör leda till att bolaget ska kunna värderas med en premium.

Redeye värdering						
Company/Country	P/E		EV/EBITDA		EV/S	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Sverige						
ACANDO AB	13,0	10,5	7,8	7,6	0,6	0,5
AVEGA GROUP AB	12,2	10,2	7,8	6,8	0,7	0,6
CONNECTA AB	27,8	13,3	15,4	10,3	0,7	0,5
CYBERCOM GROUP AB	12,0	10,0	6,4	5,0	0,4	0,4
HIQ INTERNATIONAL AB	15,6	13,1	10,5	9,7	1,4	1,2
KNOW IT	19,7	9,9	10,7	7,0	0,6	0,6
PREVAS AB	-21,0	14,2	17,3	7,2	0,4	0,3
SEMCON AB	8,5	6,7	5,7	5,0	0,4	0,4
SOFTRONIC AB	13,2	11,9	6,6	5,9	0,5	0,5
ADDNODE AB	14,1	12,1	12,1	6,8	0,8	0,7
Medel	11,2	11,1	9,8	7,2	0,6	0,6
Median	13,0	10,5	7,8	7,0	0,6	0,5

Källa: Redeye Research, Bloomberg

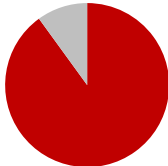
Aktien

Vi har inte noterat några större förändringar bland de större ägarna under kvartalet utan endast att Lannebo Öhman fonder återigen slagit sig in på topp tio listan. Addnode Group:s aktie har haft en måttlig utveckling under 2013 och steg cirka 3 procent vilket var betydligt svagare än börserna generellt. Omsättningen i aktien uppgår till strax under 8 000 aktier om dagen mätt som medel under de senaste 12 månaderna.

Sammanfattning Redeye Rating

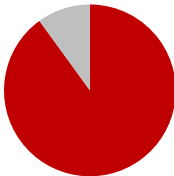
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 9,0p



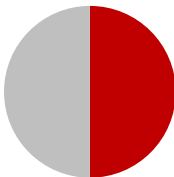
Addnode har en mycket erfaren och motiverad ledning. Vd Staffan Hanstorp är grundare av ett av bolagets verksamhetsområde och storägare i Addnode Group. Ledningen har som ett av få konsultbolag varit framgångsrika i att växa genom förvärv. Det som drar ned betyget något är att bolaget inte levererat på sitt tillväxtmål under de senaste åren.

Ägarskap 9,0p



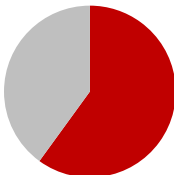
Bolaget har en mycket stark ägarbild med en kombination av framgångsrika entreprenörer som också är aktiva storägare och institutionella investerare. Alla i styrelsen äger aktier som överstiger ett styrelsearvode vilket vi också ser som positivt.

Tillväxtutsikter 5,0p



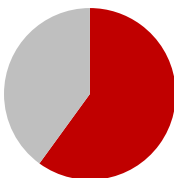
Addnode har haft en relativt svag organisk tillväxt under de senaste åren och har istället valt att växa genom att göra smarta tilläggsförvärv som kompletterar de befintliga affärsområdena. Vi skulle se det som positivt om bolaget även lyckades kombinera detta med en något högre organiska tillväxt vilket skulle motivera en högre rating. Samtidigt ska bolaget ha beröm för att de varit duktiga på att anpassa verksamheten efter de marknadsförhållandena som varit under de senaste åren vilket resulterat i en förhållandevis stark rörelsemarginal.

Lönsamhet 6,0p



Addnode har till skillnad från många av de andra IT-konsultbolagen en relativt stor andel egna produkter och lösningar vilket ökar lönsamheten i bolaget. En annan fördel är att de även skapar repetitiva intäkter vilket ger en stabilitet i bolaget och stärker lönsamheten i takt med att de ökar. Kassaflödet i bolaget har varit starkt under de senaste åren.

Finansiell styrka 6,0p



Addnode är ett bolag som är beroende av konjunkturen inte minst inom industrin. Bolaget har dock en stark balansräkning och har goda möjligheter att fortsätta växa genom förvärv. Historiskt har bolaget haft en nettokassa men det håller på att ändra sig i takt med att bolaget fortsätter att växa genom förvärv. Vi anser att bolagets balansräkning klarar en viss belåning tack vare de starka kassaflödena.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	1 365	1 444	1 586	1 649	1 715
Summa rörelsekostnader	-1 215	-1 349	-1 416	-1 473	-1 533
EBITDA	150	94	170	176	182
Avskrivningar materiella tillg.	-32	-8	-42	-38	-40
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	-7	-6	-5
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	118	86	121	132	137
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	2	1	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	119	86	121	132	137

Skatt	-32	-6	-27	-29	-30
Net earnings	87	81	95	103	107

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	132	115	159	165	171
Kundfordringar	451	447	492	511	532
Lager	1	1	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	584	564	650	676	703
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	29	29	32	33	34
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	48	48	48	48	48
Goodwill	594	759	759	759	759
Imm. tillg. vid förväv	0	45	38	33	28
Övr. immater. tillg.	81	72	79	82	86
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	752	953	957	955	955
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	1337	1518	1607	1631	1658

Skulder	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	19	18	19	19
Övriga kortfristiga skulder	511	511	511	511	511
Summa kort. skuld	511	530	529	530	530
<i>Långfristiga skulder</i>					
Räntebr. skulder	0	100	163	131	102
L. icke räntebr.skulder	32	32	32	32	32
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	543	662	724	693	664
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	794	856	883	939	994
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	794	856	883	939	994
Summa skulder och E. Kap.	1337	1518	1607	1631	1658

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	1 365	1 444	1 586	1 649	1 715
Sum rörelsekost.	-1 215	-1 349	-1 416	-1 473	-1 533
Avskrivningar	-32	-8	-49	-44	-44
EBIT	118	86	121	132	137
Skatt på EBIT	-32	-6	-27	-29	-30
NOPLAT	86	80	95	103	107
Avskrivningar	32	8	49	44	44
Bruttokassaflöde	118	89	143	147	151
Föränd. i rörelsekap	-7	3	-43	-20	-20
Investeringar	-57	-210	-52	-42	-44
Fritt kassaflöde	54	-118	49	85	87

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	59%	56%	55%	58%	60%
Skuldsättningsgrad	0%	14%	20%	16%	12%
Nettoskuld	-132	3	22	-15	-50
Sysselsatt kapital	662	860	905	924	944
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	5%	6%	10%	4%	4%
VPA-tillväxt (just)	-18%	-13%	17%	9%	4%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	7,3 % NPV FCF (2013-2015)	181
Betavärde	1,3 NPV FCF (2016-2022)	355
Risikfri ränta	1,6 % NPV FCF (2023-)	627
Räntepremie	5,0 % Rörelsefrämmande tillgångar	115
WACC	10,0 % Räntebärande skulder	-119
	Motiverat värde MSEK	1160

Antaganden 2015-2021		
Genomsn. förs. tillv.	4,3 %	Motiverat värde per aktie, SEK
EBIT-marginal	7,9 %	Börskurs, SEK
		38,5
		39,5

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	11%	10%	11%	11%	11%
ROCE	15%	10%	12%	12%	12%
ROIC	14%	12%	11%	11%	12%
EBITDA-marginal	11%	7%	11%	11%	11%
EBIT-marginal	9%	6%	8%	8%	8%
Netto-marginal	6%	6%	6%	6%	6%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	3,08	2,68	3,14	3,42	3,56
VPA just	3,08	2,68	3,14	3,42	3,56
Utdelning	2,25	2,25	1,57	1,71	1,78
Nettoskuld	-4,70	0,11	0,74	-0,50	-1,67
Antal aktier	28,15	30,10	30,10	30,10	30,10

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	895,0	1 144,1	1 211,2	1 174,0	1 138,6
P/E	11,8	14,1	12,6	11,6	11,1
P/S	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/S	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,0	12,1	7,1	6,7	6,3
EV/EBIT	7,6	13,3	10,0	8,9	8,3
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	11/13e
1 mån	0,0 %	Omsättning
3 mån	4,0 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-3,7 %	V/A, just
Årets Rörplan	1,8 %	FK
		7,8 %
		1,48 %
		0,9 %
		5,5 %

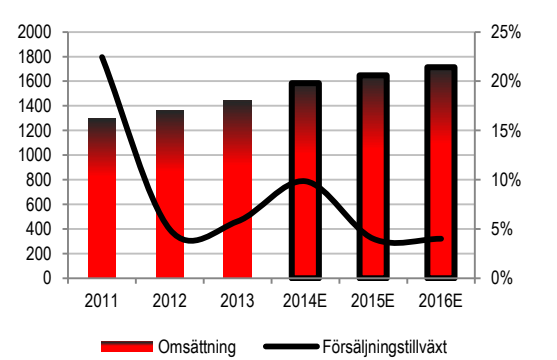
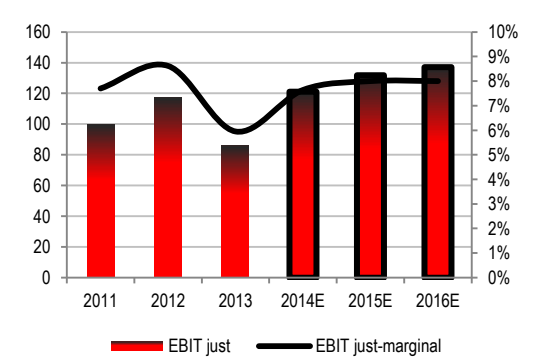
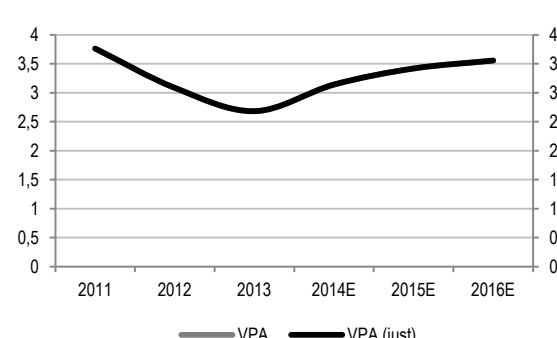
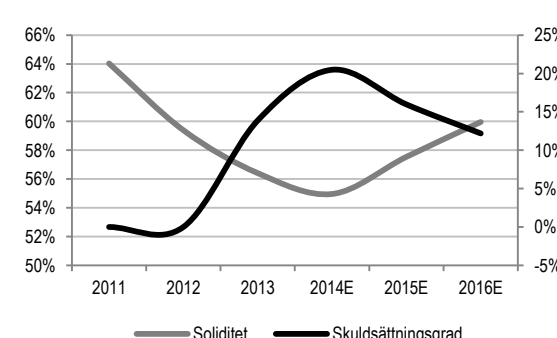
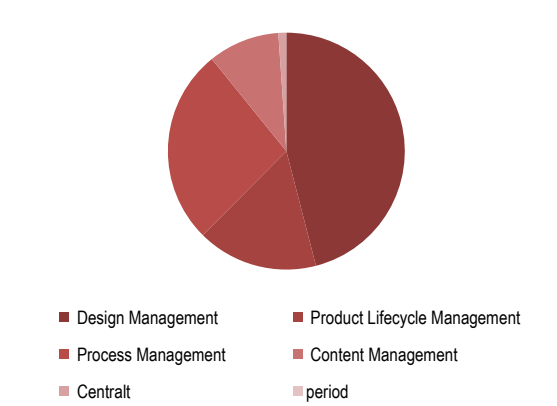

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Vidinova AB	27,2 %	25,0 %
Aretro Capital	24,0 %	12,9 %
Swedbank Robur Fonder	5,4 %	7,0 %
Avanza fondförvaltning	2,9 %	3,9 %
PSG Small Cap fond	2,6 %	3,4 %
SHB Fonder	2,5 %	3,3 %
Länsförsäkringar fondförvaltning	2,2 %	2,9 %
Fjärde AP-fonden	2,0 %	2,6 %
Lannebo Fonder	1,8 %	2,3 %
E. Öhman J:or fonder	1,6 %	2,1 %

Aktien	ANODb.ST
Reuterskod	ANODb.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	39,5
Antal aktier, milj	30,1
Börsvärde, MSEK	1189,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Staffan Hanstorp
CFO	Mats Läckgren
IR	Johan Andersson
Ordf	Sigrun Hjelmquist

Nästkommmande rapportdatum	
FY 2013 Results	April 25, 2014

Analytiker	Redeye AB
Erik Kramming	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
erik.kramming@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>1300</td> <td>22%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>1400</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>1450</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>1600</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>1650</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>1700</td> <td>6%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2011	1300	22%	2012	1400	8%	2013	1450	10%	2014E	1600	10%	2015E	1650	6%	2016E	1700	6%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>100</td> <td>7.7%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>120</td> <td>8.6%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>85</td> <td>6.0%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>120</td> <td>7.3%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>130</td> <td>7.9%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>140</td> <td>8.2%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2011	100	7.7%	2012	120	8.6%	2013	85	6.0%	2014E	120	7.3%	2015E	130	7.9%	2016E	140	8.2%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2011	1300	22%																																									
2012	1400	8%																																									
2013	1450	10%																																									
2014E	1600	10%																																									
2015E	1650	6%																																									
2016E	1700	6%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2011	100	7.7%																																									
2012	120	8.6%																																									
2013	85	6.0%																																									
2014E	120	7.3%																																									
2015E	130	7.9%																																									
2016E	140	8.2%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>3.8</td> <td>3.8</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>3.0</td> <td>3.0</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>2.8</td> <td>2.8</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>3.2</td> <td>3.2</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>3.4</td> <td>3.4</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>3.5</td> <td>3.5</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2011	3.8	3.8	2012	3.0	3.0	2013	2.8	2.8	2014E	3.2	3.2	2015E	3.4	3.4	2016E	3.5	3.5	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>64%</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>58%</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>56%</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>55%</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>58%</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>60%</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2011	64%	0%	2012	58%	0%	2013	56%	10%	2014E	55%	20%	2015E	58%	15%	2016E	60%	10%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2011	3.8	3.8																																									
2012	3.0	3.0																																									
2013	2.8	2.8																																									
2014E	3.2	3.2																																									
2015E	3.4	3.4																																									
2016E	3.5	3.5																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2011	64%	0%																																									
2012	58%	0%																																									
2013	56%	10%																																									
2014E	55%	20%																																									
2015E	58%	15%																																									
2016E	60%	10%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
 <ul style="list-style-type: none"> Design Management Product Lifecycle Management Process Management Content Management Centralt period 	 <ul style="list-style-type: none"> period 																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Erik Kramming äger aktier i bolaget Addnode: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>AddNode är en nordisk IT-koncern som erbjuder bransch- och teknologispecifika IT-lösningar som effektiviserar och utvecklar kundernas affärsverksamheter. Bolaget är organiserat i fyra affärsområden uppdelade på Design Management, Product Lifecycle Management, Process Management och Content Management. Affärsmodellen är kortfattat en kombination av tjänster, programvara och support- och underhållavtal. IT-lösningarna baseras ofta på inköpta och delvis modifierade programvaror men även på egenutvecklade programvaror.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.