

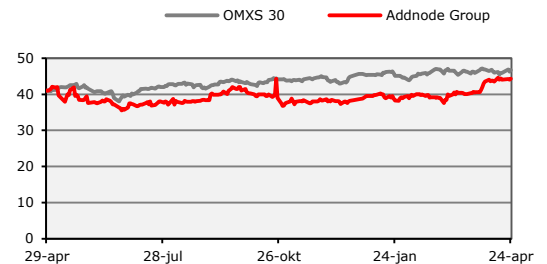
Sammanfattning

Addnode Group (ANODb.ST)

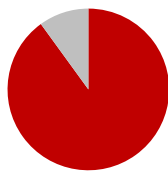
Siktet inställt på Storbritannien

- Addnodes rapport för det första kvartalet var till stora delar i nivå med våra förväntningar. En mindre avvikelse i affärsområdet Process Management drog ned lönsamheten något men i det stora hela var det en stark start på året för Addnode.
- Den stora händelsen i kvartalet var att Addnode meddelade att de ska förvärva brittiska Symetri. Detta öppnar upp en helt ny spännande marknad för bolaget. Förvärvet sker inom affärsområdet Design Management där Addnode idag är marknadsledande på den nordiska marknaden. Genom förvärvet av Symetri får affärsområdet nya tillväxtpotentialer både organiska och genom fortsatt konsolidering av den brittiska marknaden. Det finns även intressanta synergier att plocka ur förvärvet.
- Vi har höjt ratingen för tillväxtpotential sedan bolaget nu har öppnat upp den brittiska marknaden.

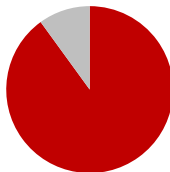
Lista: Small Cap
 Börsvärde: 1 330 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Staffan Hanstorp
 Styrelseordf: Sigrun Hjelmquist



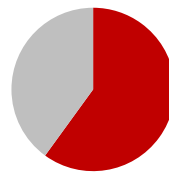
Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning


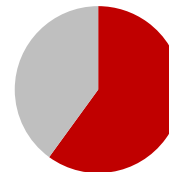
9,0 poäng

Ägarskap


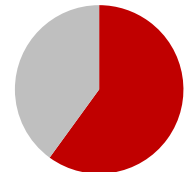
9,0 poäng

Tillväxtutsikter


6,0 poäng

Lönsamhet


6,0 poäng

Finansiell styrka


6,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 365	1 444	1 631	1 731	1 801	Aktiekurs (SEK)	44,2
Tillväxt	5%	6%	13%	6%	4%	Antal aktier (milj)	30,1
EBITDA	150	124	155	187	195	Börsvärde (MSEK)	1 330
EBITDA-marginal	11%	9%	9%	11%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-114
EBIT	118	86	116	139	144	Free float (%)	55 %
EBIT-marginal	9%	6%	7%	8%	8%	Dagl oms. ('000)	11
Resultat före skatt	119	86	115	139	144		
Nettoresultat	87	63	89	108	112		
Nettomarginal	6%	4%	5%	6%	6%		
Utdelning/Aktie	2,25	2,25	1,47	1,79	1,87	Analytiker:	
VPA	3,08	2,09	2,95	3,59	3,73	Erik Kramming	
P/E	11,8	18,1	14,9	12,3	11,8	erik.kramming@redeye.se	
EV/S	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7		
EV/EBITDA	5,9	8,8	8,4	6,8	6,4		

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 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

En bra start på året!

Addnode inleder året relativt starkt

Addnode inleder året förhållandevis starkt. Försäljningen var i nivå med våra förväntningar och även om resultatet var något svagare än vad vi räknat med tycker vi sammantaget att det var en bra rapport från bolaget. Mest intressant är självklart förvärvet av brittiska Symetri som skapar nya tillväxtmöjligheter för bolaget och som vi skriver mer om längre ner i analysen.

Tabell Förväntat vs. Utfall				
(SEKm)	Q1'13	Q1'14E	Utfall	Diff
Försäljning	394,4	413,8	411,4	-1%
EBITDA	56,4	41,3	37,4	-10%
EBIT	47,8	32,0	26,4	-18%
Resultat efter skatt	47,8	25,0	19,2	-23%
VPA, SEK	1,18	0,83	0,64	-23%
Försäljningstillväxt		5%	4%	
EBIT marginal	12%	7,7%	6,4%	
VPA tillväxt (YoY)		38%	6%	

Källa: Redeye Research

Den resultatavvikelse som ändå fanns i kvartalet var främst hänförlig till affärsområdet Process Management som haft något högre kostnader relaterade till uppstart av nya projekt i kvartalet vilket dragit ner lönsamheten något.

Den stora händelsen i Design Management var förvärvet av Symetri

Design Management inleder året starkt där förvärvet av Joint har hjälpt såväl tillväxten som lönsamheten i kvartalet. Den svenska marknaden uppges vara stark samtidigt som byggrelaterat i Norge är något svagare och den finska marknaden fortsätter att vara svag även om det finns vissa tecken på ljusning enligt bolaget. Den finska ekonomin är allmänt svag samtidigt som oroligheterna i Ryssland får större genomslag där vilket gör att vi tror att den finska marknaden kommer att vara svag även framöver.

Stark organisk tillväxt i Product Lifecycle Management

Inom affärsområdet **Product Lifecycle Management** har den organiska tillväxten tagit fart. Det som kanske är mest glädjande är att det är de traditionella svenska industrikunderna som driver tillväxten. Även här har den finska marknaden varit svag. Affärsområdet har nu visat tillväxt två kvartal i rad vilket är något av ett positivt trendbrott.

Viss resultatavvikelse i Process Management

Process Management levde inte riktigt upp till våra förväntningar under kvartalet resultatmässigt. Den för affärsområdet låga marginalen 14,4 procent var drygt tre procentenheter lägre än vad vi räknade med. Anledningen till att marginalen blev lägre än normalt uppges vara att bolaget har haft uppstartskostnader för nya projekt som belastat kvartalet mer än normalt. Detta bör således inte vara något trendbrott utan

marginalen bör återgå till mer normala nivåer redan i det andra kvartalet. Den osäkerhet som ändå finns i det här affärsområdet, som riktar sig framförallt mot offentlig verksamhet, är att 2014 är ett valår i Sverige vilket brukar kunna påverka investeringsviljan i såväl kommuner som landsting. Hur stor den påverkan blir är alltid svårt att uppskatta men det är troligt att aktiviteten kommer att bli något lägre under året.

Content Management fick upp näsan över vattenytan

Addnodes fjärde och minsta affärsområde **Content Management** får i kvartalet nått och jämnt upp näsan över vattenytan och visar svarta siffror. Det var ett viktigt steg för affärsområdet som visade röda siffror under hela 2013. Affärsområdet fick under förra året en ny ledning och det är fortfarande tidigt att bedöma deras arbete men detta var ett viktigt steg på vägen. Det är dock fortfarande för tidigt att antaga att affärsområdet inte kommer att ha fler förlust kvartal framöver. Det andra kvartalet är ett utmanande kvartal för alla konsultbolag med färre tillgängliga timmar jämfört med 2013 vilket kan komma att påverka framförallt det här affärsområdet som har en stor del traditionell konsulting verksamhet.

De återkommande intäkterna fortsätter att öka

Allt större bas av repetitiva intäkter

Addnode är långt ifrån ett renodlat IT-konsultbolag utan liknar allt mer ett mjukvarubolag till sin karaktär. Det är därför glädjande att se att de återkommande intäkterna fortsätter att öka. Andelen återkommande intäkter uppgick till 47 procent i kvartalet vilket var en ökning med en procentenhet jämfört med för ett år sedan. Det intressanta är dock inte den ökning i sig utan framförallt att av de återkommande intäkterna så ökar andelen intäkter från egenutvecklade programvaror, vilket ökar lönsamheten.

Som vanligt starkt kassaflöde i första kvartalet

Stora utbetalningar väntar i det andra kvartalet

Kassaflödet är normalt mycket starkt i kvartalet och var så även i år där kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 72 miljoner kronor. Totalt har bolaget 168 miljoner kronor i likvida medel och en skuld på 54 miljoner kronor hänförliga till förvärvet av Joint Collaboration, vilket innebär en nettokassa på 114 miljoner kronor. Under det andra kvartalet har bolaget ett antal större utbetalningar i form av köpeskillingen för Symetri på cirka 30 miljoner kronor, utdelning till aktieägarna på 63 miljoner kronor samt tilläggsköpeskillingar på cirka 18 miljoner kronor. Detta summerar till cirka 110 miljoner kronor. Bolaget har en outnyttjad kreditlimit på 100 miljoner kronor vilken är outnyttjad och tillsammans med de starka kassaflödena gör att bolagets finansiella situation fortsatt bedöms som mycket stabil.

		Prognos	Utfall	Differens	Differens
		2014 Q1	2014Q1	Mkr	%
Design	Försäljning	210,0	204,7	-5,3	-3%
	EBITA-resultat	19,0	19,2	0,2	1%
	Marginal	9,0%	9,4%		
Product Lifecycle	Försäljning	63	62,5	-0,5	-1%
	EBITA-resultat	6,0	6,9	0,9	15%
	Marginal	9,5%	11,0%		
Process	Försäljning	105,0	110,5	5,5	5%
	EBITA-resultat	19,0	15,9	-3,1	-16%
	Marginal	18,1%	14,4%		
Content	Försäljning	40,0	37,7	-2,3	-6%
	EBITA-resultat	0,8	0,4	-0,4	-50%
	Marginal	2,0%	1,1%		
Centralt	Försäljning	-4,2	-4	0,2	0%
	EBITA-resultat	-6,8	-8,1	-1,3	-19%
Total försäljning		413,8	411,4	-2,4	-1%
EBITA-resultat		38,0	34,3	-3,7	-10%
EBITA marginal		9,2%	8,3%		
Immateriella avskrivningar		-6,0	-7,9	-1,9	32%
EBIT		32,0	26,4	-5,6	-18%
Finansnetto		0,0	-1,0	-1,0	na
Resultat före skatt		32,0	25,4	-6,6	-21%
Skatt		-7,0	-6,2	0,8	-11%
Resultat efter skatt		25,0	19,2	-5,8	-23%

Källa: Redeye Research

Den stora nyheten i kvartalet var förvärvet av Symetri i Storbritannien

Addnode ger sig in i Storbritannien genom att förvärva Symetri

Addnode Group har under kvartalet skrivet ett avtal om att genomföra ett inkråmsförvärv av brittiska Symetris verksamhet från Airbus Defence & Space. Den förvärvade verksamheten uppges omsätta 80 miljoner kronor och omfatta drygt 20 medarbetare. Symetri är liksom Addnode Groups dotterbolag Cad-Q återförsäljare av Autodesks plattform vilket innebär att det är ett område som Addnode Group känner väl. Bolaget har ett starkt fäste inom olja & gas industrin, vilket även Symetri har. Det medför att trots att marknaden är ny så har Addnode god kunskap om branschen sedan tidigare. Förvärvet ligger också i linje med vad bolaget kallar sin Norden plus strategi, där vi nu får utgå ifrån att pluset tills vidare står för Storbritannien.

Fler förvärv kan vara att vänta framöver i Storbritannien

Det som också är intressant med affären är att Addnode Group i pressreleasen skriver att det här förvärvet är ett första steg i en planerad expansion i Storbritannien. Det uttalandet ger en tydlig indikation på att det är fler förvärv att vänta på den brittiska marknaden framöver. Den brittiska marknaden är intressant då det är en stor marknad för olja-, gas, och industrisektorn, områden som Addnode Group känner väl och är starka inom på den nordiska marknaden. Den brittiska marknaden har inte heller någon stor dominerande spelare, likt Cad-Q i Norden, vilket ger goda tillväxtförutsättningar för Addnode Group att konsolidera marknaden.

Addnode Group har en övergripande strategi som säger att de ska bli en ledande leverantör av verksamhetskritiska system och lösningar för design- och ingenjörsverksamhet. Det får oss att tro att den brittiska marknaden är intressant ur ett förvärvsperspektiv även för affärsområdet Product Lifecycle Management. På sikt är det inte heller omöjligt att gränserna mellan dessa

två affärsområden suddas ut allt mer då verksamheterna ofta angränsar till varandra. Hur aggressiva bolaget kommer att vara i sin tillväxt i Storbritannien vet vi idag inte. Att döma av Addnode Groups tidigare förvärv i Norden så har de oftast skett efter devalveringen skynda långsamt. Den devalveringen räknar vi med att bolaget kommer att vara extra noggranna med på en ny marknad som Storbritannien.

Spännande synergier gör förvärvet än mer intressant

Addnode Group har varit framgångsrika i att utveckla egna lösningar på autodeskplattformen vilket höjer marginalen i affären. Dessa lösningar kommer bolaget nu med stor sannolikhet även att kunna erbjuda på den brittiska marknaden vilket utgör en spännande synergieffekt i förvärvet.

Prislappen överstiger inte 30 miljoner kronor

Bolaget uppger inget exakt pris för affären men uppger samtidigt att priset inte överstiger 30 miljoner kronor. Detta låter relativt billigt då bolaget uppges omsätta 80 miljoner kronor. Troligtvis består den försäljningen av relativt mycket autodesklicenser och mindre egna lösningar och konsulttimmar, speciellt med tanke på att antalet anställda endast uppgår till 23 personer. Det skulle innebära att rörelsemarginalen troligtvis ligger någongstans mellan 5-10 procent vilket också skulle stämma bra överrens med prislappen på bolaget.

Sammanfattningsvis bedömer vi att detta är en spännande affär för Addnode Group som ökar bolagets långsiktiga tillväxtpotentialer. Den brittiska marknaden liknar den nordiska genom att flera av de branscher som Addnode Group har lång erfarenhet av i Norden även är viktiga branscher i Storbritannien. Detta både ökar möjligheterna och minskar risken i affären. Synergieffekter bör också kunna lyftas ur förvärvet vilket ger skalfördelar och ekonomisk bärighet. På längre sikt är det också intressant om etableringen visar sig lyckad på en så pass stor och konkurrensutsatt marknad som Storbritannien, vilket skulle kunna innebära att affärsområdet har en global tillväxtpotential.

Finansiella prognoser

Fortsatt en ganska volatil marknad där vissa delar är starka medan andra är svagare

Addnode hade ett relativt svajigt 2013 men avslutade året starkt. Den positiva trenden har även fortsatt in i 2014 vilket det första kvartalet visar. Det är dock inte så att alla verksamheter i bolaget går bra och det är inte någon högkonjunktur med stora investeringsprojekt som dras igång som bolaget möter. Det finns vissa ljusningstecken men det finns även ett antal marknader som är svaga. Åt det positiva hållet väger en något större efterfrågan från klassisk industri vilket är positivt för bolaget. Åt det negativa hållet väger en försvagning av byggrelaterat, inte minst i Norge. Den finska marknaden är fortsatt svag och landet är inne i recession vilket inte hjälps av oroligheterna i grannlandet Ryssland. Addnode har varit duktiga på att navigera på en marknad som får beskrivas som rätt så volatil och bolaget fortsätter att växa genom smarta tilläggsförvärv som ligger helt i bolagets tillväxtstrategi.

Den förbättring i konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin som gick att se i slutet av 2013 är troligt att vi såg effekten av i det första kvartalets siffror där Addnode märkte av en viss förbättring från klassisk industri i Sverige. Den positiva trenden har dock mattats något igen under inledningen av 2014 vilket kan få genomslag framöver.



Bolaget är inne i en positiv trend som bör kunna hålla i sig även i det andra kvartalet som dock innehåller vissa utmaningar

Den starka avslutning på 2013 och inledningen av 2014 ger gott hopp om att 2014 kommer att bli ett starkare år än 2013 som var relativt svagt under vissa kvartal. Vi har inte gjort några större förändringar i våra estimat efter rapporten för det andra kvartalet.

Tabell: Prognoser												
SEKm	2011	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14E	Q3'14E	Q4'14E	2014E
Försäljning	1301	1365	371	338	301	434	1444	411	385	348	487	1631
EBIT	99	118	19	14	3	46	86	26	19	15	56	116
PTP	120	119	19	14	2	46	86	25	19	15	56	115
VPA, SEK	3,71	3,08	0,53	0,33	0,03	1,13	2,09	0,64	0,48	0,38	1,45	2,95
Försäljningstillväxt (YoY)	23%	5%	3%	6%	3%	10%	6%	11%	14%	15%	12%	13%
EBIT marginal	8%	9%	5%	4%	1%	11%	6%	6%	5%	4%	11%	7%
VPA tillväxt (YoY)	74%	-17%	-35%	-32%	-95%	-5%	-32%	19%	47%	1169%	28%	41%

Källa: Redeye research

Vårt motiverade värde uppgår till 40 kronor per aktie

Värdering

Vi värderar Addnode 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 4,3 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 **40 kronor per aktie** vilket är två kronor högre än tidigare.

Relativvärdering

Addnode värderas inte längre med en rabatt mot konsultsektorn vid en jämförelse av P/E-talen utan värderas över genomsnittet för sina peers för 2014E. Vi anser att Addnode bör kunna värderas med en premium jämfört med sina Peers bland annat då bolaget har en hög andel repetitiva intäkter och en god direktavkastning. Ser vi på den mer intressanta EV/EBITDA-multipeln värderas bolaget i nivå med sina peers och här ser vi en uppvärderingspotential. Det blir intressant att se hur Addnode 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. Bolaget har nu en stock av återkommande intäkter som uppgår till 47 procent av de totala intäkterna vilket utgör en stabilitet som många andra konsultbolag saknar.

Concensus värdering						
Company/Country	P/E		EV/EBITDA		EV/S	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Sverige						
HIQ INTERNATIONAL AB	16,4	14,1	11,1	9,5	1,4	1,3
KNOW IT AB	12,4	8,6	8,3	6,4	0,7	0,6
SEMCON AB	8,5	7,6	5,3	4,8	0,5	0,4
CONNECTA AB	na	na	na	na	na	na
AVEGA GROUP AB-B SHS	14,2	11,0	8,4	7,1	0,6	0,5
CYBERCOM GROUP AB	9,8	9,1	6,2	5,6	0,5	0,4
ACANDO AB	12,9	10,8	8,2	7,1	0,6	0,6
PREVAS AB-B SHS	12,3	7,3	7,3	5,3	0,4	0,3
Addnode Group	15,0	12,3	8,4	6,8	0,8	0,7
Medel	12,4	9,8	7,8	6,5	0,6	0,6
Median	12,4	9,1	8,2	6,4	0,6	0,5

Källa: Bloomberg

Omsättningen i aktien har under det senaste året legat på i genomsnitt 11 000 aktier per dag

Aktien

Lannebo fonder har fortsatt att öka sitt innehav och är nu fjärde största ägare i bolaget. Omsättningen i aktien har under det senaste året legat på drygt 11 000 aktier om dagen i genomsnitt och 4 000 mätt som median.

Investmentcase

Addnode skiljer sig ganska mycket från de traditionella IT-konsultbolagen genom att de ofta bygger sin affär runt både egenutvecklade programvaror och tredjepartsprogramvaror. Detta gör att bolaget har en högre andel repetitiva intäkter än de andra konsultbolagen på börsen. Det är också just de egenskaperna som gör att vi anser att bolaget bör värderas med en större premie i förhållande till sina branschkollegor än vad de gör idag och värderas mer i nivå med mjukvarubolagen. Ompositioneringen av Addnode från ett konsultbolag till att mer jämföras med programvarubolag bör kunna driva värderingen i bolaget framöver. I dagens värdering räknar varken vi eller marknaden med att bolaget når sina finansiella mål fullt ut men skulle bolaget göra det finns det en klar uppsida i värderingen av bolaget.

Addnode har länge varit en av våra favoriter i IT-konsultsektorn. Bolaget är ett av få IT-konsultbolag som framgångsrikt lyckats växa genom förvärv vilket är en viktig egenskap då de flesta av IT-konsultbolagen har haft svårt att växa organiskt under de senaste åren. Bolagets har med sina fyra olika affärsområden hittat intressanta nischområden. I de flesta av dessa nischmarknader har bolaget tagit en ledande nordisk position, vilket är bolagets ambition för alla affärsområden. Den strategin har nu utökats till att kallas Norden plus där pluset för tillfället står för Storbritannien. De fyra olika affärsområdena bidrar också med en bra riskspridning i bolaget. Tillväxtpotentialerna för bolaget bedömer vi som goda under de närmaste åren. Addnode har även ett tillväxtspår i Storbritannien sedan en kort tid tillbaka som innebär en mycket spännande potential för den långsiktiga tillväxten i bolaget.

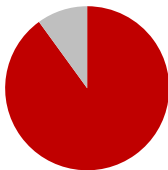
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

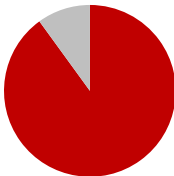
Vi har höjt ratingen för tillväxtutsikter med 1 poäng

Ledning 9,0p



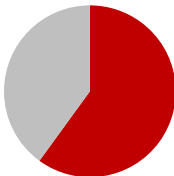
Addnode Group har en mycket erfaren och motiverad ledning. Vd Staffan Hanstorp är grundare av ett av bolagets verksamhetsområde och storägare i Addnode Group. Ledningen har som ett av få konsultbolag varit framgångsrika i att växa genom förvärv. Det som drar ned betyget något är att bolaget inte levererat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

Ägarskap 9,0p



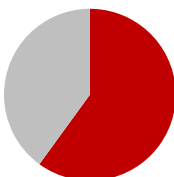
Bolaget har en mycket stark ägarbild med en kombination av framgångsrika entreprenörer som också är aktiva storägare och institutionella investerare. Alla i styrelsen äger aktier som överstiger ett styrelsearvode vilket vi också ser som positivt.

Tillväxtutsikter 6,0p



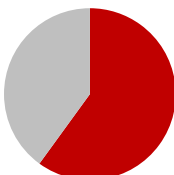
Addnode Group har haft en relativt svag organisk tillväxt under de senaste åren och har istället valt att växa genom att göra smarta tilläggsförvärv som kompletterar de befintliga affärsområdena. Vi skulle se det som positivt om bolaget även lyckades kombinera detta med en något högre organiska tillväxt 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 Group 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 Group 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	1 631	1 731	1 801
Summa rörelsekostnader	-1 215	-1 320	-1 476	-1 545	-1 605
EBITDA	150	124	155	187	195
Avskrivningar materiella tillg.	-12	-13	-13	-14	-15
Avskrivningar immateriella tillg.	-20	-25	-26	-34	-36
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	118	86	116	139	144
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	2	0	-1	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	119	86	115	139	144

Skatt	-32	-23	-26	-30	-32
Net earnings	87	63	89	108	112

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	132	115	98	104	108
Kundfordringar	451	490	506	537	558
Lager	1	1	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	584	606	604	641	666
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	29	26	30	32	33
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	48	46	46	46	46
Goodwill	594	740	775	775	775
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	81	126	114	121	126
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	752	938	964	973	979
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	1337	1543	1568	1614	1645

Skulder	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	31	15	20
Övriga kortfristiga skulder	511	592	592	592	592
Summa kort. skuld	511	592	624	607	612
<i>Långfristiga skulder</i>					
Räntebr. skulder	0	65	38	37	5
L. icke räntebr.skulder	32	51	51	51	51
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	543	709	712	695	668
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	794	835	856	919	978
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	794	835	856	919	978
Summa skulder och E. Kap.	1337	1543	1568	1614	1645

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	1 365	1 444	1 631	1 731	1 801
Sum rörelsekost.	-1 215	-1 320	-1 476	-1 545	-1 605
Avskrivningar	-32	-38	-39	-48	-51
EBIT	118	86	116	139	144
Skatt på EBIT	-32	-23	-26	-30	-32
NOPLAT	86	63	90	108	112
Avskrivningar	32	38	39	48	51
Bruttokassaflöde	118	101	129	156	164
Föränd. i rörelsekap	-7	43	-15	-31	-21
Investeringar	-57	-223	-66	-57	-57
Fritt kassaflöde	54	-80	48	68	85

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	59%	54%	55%	57%	59%
Skuldsättningsgrad	0%	8%	8%	6%	3%
Nettoskuld	-132	-50	-29	-53	-83
Sysselsatt kapital	662	785	827	867	894
Kapit. oms. hastighet	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	5%	6%	13%	6%	4%
VPA-tillväxt (just)	-18%	-32%	41%	22%	4%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
Riskpremie	7,3 % NPV FCF (2013-2015)
Betavärde	1,3 NPV FCF (2016-2022)
Risikfri ränta	1,6 % NPV FCF (2023-)
Räntepremie	5,0 % Rörelsefrämjade tillgångar
WACC	10,0 % Räntebärande skulder
Antaganden 2015-2021	Motiverat värde MSEK
Genomsn. förs. tillv.	4,3 %
EBIT-marginal	8,1 %
Motiverat värde per aktie, SEK	39,5
	Börskurs, SEK
	44,2

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	11%	8%	11%	12%	12%
ROCE	15%	10%	13%	15%	15%
ROIC	14%	10%	11%	13%	13%
EBITDA-marginal	11%	9%	9%	11%	11%
EBIT-marginal	9%	6%	7%	8%	8%
Netto-marginal	6%	4%	5%	6%	6%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	3,08	2,09	2,95	3,59	3,73
VPA just	3,08	2,09	2,95	3,59	3,73
Utdelning	2,25	2,25	1,47	1,79	1,87
Nettoskuld	-4,70	-1,64	-0,96	-1,75	-2,77
Antal aktier	28,15	30,10	30,10	30,10	30,10

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	895,0	1 091,3	1 301,5	1 277,8	1 247,0
P/E	11,8	18,1	15,0	12,3	11,8
P/S	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/S	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,0	8,8	8,4	6,8	6,4
EV/EBIT	7,6	12,7	11,3	9,2	8,7
P/BV	1,3	1,4	1,6	1,4	1,4

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	8,9 % Omsättning	9,3 %
3 mån	13,6 % Rörelseresultat, just	-0,91 %
12 mån	9,1 % V/A, just	-2,2 %
Årets Början	13,9 % EK	3,8 %

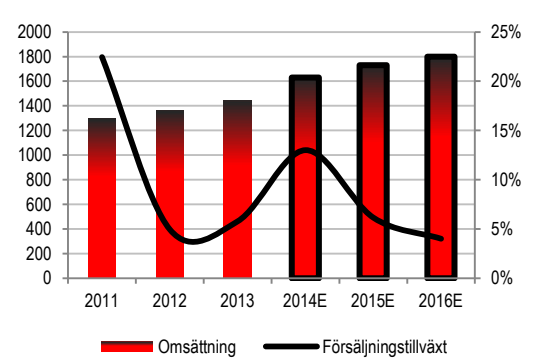
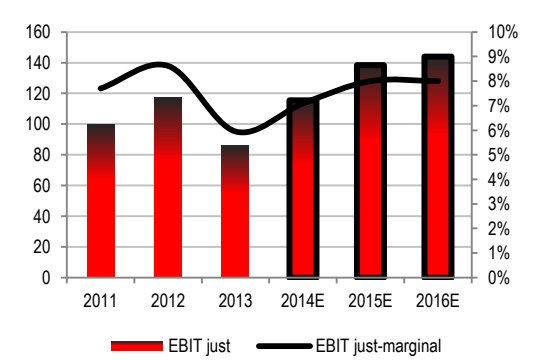
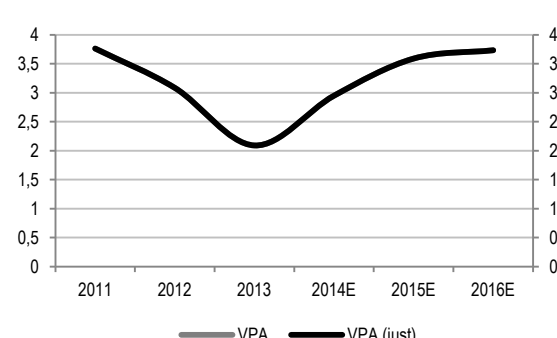
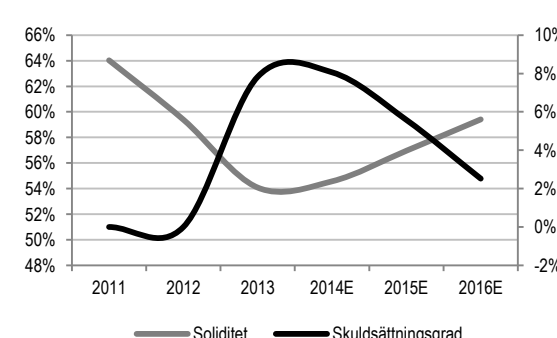
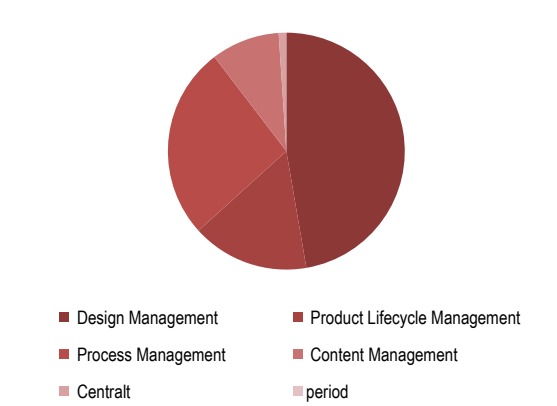
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Vidinova AB	27,2 %	25,0 %
Aretro Capital	24,0 %	12,9 %
Swedbank Robur Fonder	5,4 %	7,0 %
Lannebo Fonder	3,3 %	4,4 %
Avanza Pension	3,0 %	4,0 %
Handelsbanken	2,8 %	3,7 %
PSG Small Cap	2,9 %	3,2 %
Fjärde AP-fonden	2,0 %	2,6 %
Addnode Group	1,7 %	2,2 %
Multiple Choice Företagsservice	1,7 %	0,3 %

Aktien	ANODb.ST
Reuterskod	ANODb.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	44,2
Antal aktier, milj	30,1
Börsvärde, MSEK	1330,4

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

Nästkommande rapportdatum

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>12%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>1650</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>1750</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>1800</td> <td>5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2011	1300	22%	2012	1400	8%	2013	1450	12%	2014E	1650	10%	2015E	1750	6%	2016E	1800	5%	 <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>115</td> <td>8.2%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>85</td> <td>5.9%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>115</td> <td>6.7%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>140</td> <td>7.9%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>145</td> <td>8.1%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2011	100	7.7%	2012	115	8.2%	2013	85	5.9%	2014E	115	6.7%	2015E	140	7.9%	2016E	145	8.1%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2011	1300	22%																																									
2012	1400	8%																																									
2013	1450	12%																																									
2014E	1650	10%																																									
2015E	1750	6%																																									
2016E	1800	5%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2011	100	7.7%																																									
2012	115	8.2%																																									
2013	85	5.9%																																									
2014E	115	6.7%																																									
2015E	140	7.9%																																									
2016E	145	8.1%																																									
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>3.2</td> <td>3.2</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>2.2</td> <td>2.2</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>3.0</td> <td>3.0</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>3.5</td> <td>3.5</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>3.7</td> <td>3.7</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2011	3.8	3.8	2012	3.2	3.2	2013	2.2	2.2	2014E	3.0	3.0	2015E	3.5	3.5	2016E	3.7	3.7	 <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>54%</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>55%</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>58%</td> <td>4%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>60%</td> <td>2%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2011	64%	0%	2012	58%	0%	2013	54%	8%	2014E	55%	8%	2015E	58%	4%	2016E	60%	2%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2011	3.8	3.8																																									
2012	3.2	3.2																																									
2013	2.2	2.2																																									
2014E	3.0	3.0																																									
2015E	3.5	3.5																																									
2016E	3.7	3.7																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2011	64%	0%																																									
2012	58%	0%																																									
2013	54%	8%																																									
2014E	55%	8%																																									
2015E	58%	4%																																									
2016E	60%	2%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
 <ul style="list-style-type: none"> Design Management Product Lifecycle Management Process Management Content Management Centralt period 																																											
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Erik Kramming äger aktier i bolaget Addnode Group: 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	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
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 ser parametrarna annorlunda ut.

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.