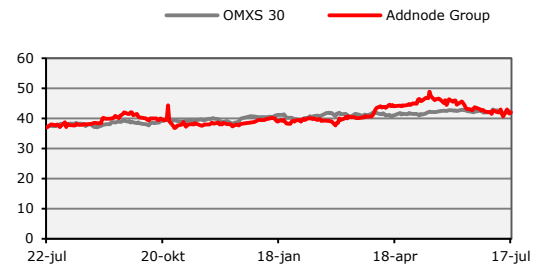


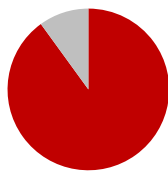
Sammanfattning
Addnode Group (ANODb.ST)
Addnode levererar enligt plan

- Addnode levererade en rapport för det andra kvartalet i nivå med våra förväntningar. Även om försäljningen var något lägre än väntat lyckades de prestera en något högre marginal, mycket tack vare en starkare än väntad utveckling i affärsområdet Product Lifecycle Management.
- I kvartalet slutfördes det spännande förvärvet av brittiska Symetri. Genom det förvärvet slår sig bolaget in på den brittiska marknaden och inleder ett nytt tillväxtspår utanför Norden. Lyckas bolaget med samma imponerande resa i Storbritannien som de har gjort i Norden så finns en klar uppvärderingspotential i bolaget. Det finns därför all anledning att hålla ett öga på den utvecklingen i kommande kvartal.
- Vi har inte gjort några förändringar i ratingen men närmar oss en justering uppåt för tillväxtutsikter.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 1,264 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Staffan Hanstorp
 Styrelseordf: Sigrun Hjelmquist

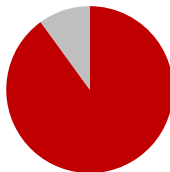

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



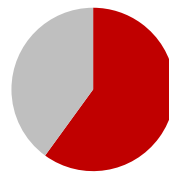
9.0 poäng

Ägarskap



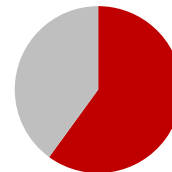
9.0 poäng

Tillväxtutsikter



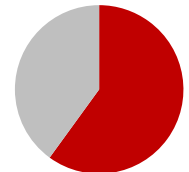
6.0 poäng

Lönsamhet



6.0 poäng

Finansiell styrka



6.0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1,365	1,444	1,617	1,717	1,786	Aktiekurs (SEK)	42.7
Tillväxt	5%	6%	12%	6%	4%	Antal aktier (milj)	29.6
EBITDA	150	124	154	185	194	Börsvärde (MSEK)	1,264
EBITDA-marginal	11%	9%	10%	11%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-14
EBIT	118	86	108	137	143	Free float (%)	55 %
EBIT-marginal	9%	6%	7%	8%	8%	Dagl oms. ('000)	12
Resultat före skatt	119	86	108	137	143		
Nettoresultat	87	63	83	107	111		
Nettomarginal	6%	4%	5%	6%	6%		
Utdelning/Aktie	2.25	2.25	1.40	1.81	1.88	Analytiker:	
VPA	3.08	2.18	2.80	3.62	3.76	Erik Kramming	
P/E	11.8	17.4	15.3	11.8	11.3	erik.kramming@redeye.se	
EV/S	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7		
EV/EBITDA	6.0	8.4	8.0	6.5	6.1		

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.

Väl godkänt första halvår

En klart godkänd rapport från Addnode

Addnodes rapport för det andra kvartalet var klart godkänd, speciellt med tanke på att det var ett utmanande kvartal både vad gäller antalet debiterbara timmar och tendenser till svagare marknad inom vissa områden. Försäljningen uppgick till 371,3 miljoner kronor och rörelsemarginalen uppgick till 5 procent, vilket var i nivå med vår förväntan.

Tabell Förväntat vs. Utfall				
(SEKm)	Q2'13	Q2'14E	Utfall	Diff
Försäljning	337,9	385,1	371,3	-4%
EBITDA	22,7	27,9	30,5	9%
EBIT	13,9	18,6	18,5	-1%
Resultat efter skatt	13,6	14,5	14,4	-1%
VPA, SEK	0,34	0,48	0,49	1%
Försäljningstillväxt		14%	10%	
EBIT marginal	4%	4,8%	5,0%	
VPA tillväxt (YoY)		47%	42%	

Källa: Redeye Research

Något tuffare marknad inom Design Management

Affärsområdet **Design Management** möter nu en något tuffare marknad. Trots det lyckas affärsområdet hålla ihop kvartalet relativt bra. Orderingången uppges dock vara svag och vi kommer justera ner våra förväntningar något på kommande kvartal. Bolaget beskriver tuffare marknad både inom den mer investeringstunga norska industrin samtidigt som den finska marknaden är fortsatt utmanande och har inte hjälpts av den oroliga situationen i Ryssland. Den svenska marknaden beskrivs fortfarande som förhållandevis stark. Byggsektorn är ett viktigt segment för Design Management och det är viktigt att hålla extra koll på utvecklingen där framöver.

Product Lifecycle Management ser ut att få igång effektiviteten i verksamheten

Product Lifecycle Management visar styrka i kvartalet även om försäljningen blev något lägre än vad vi räknat med. Ett stort fokus i affärsområdet har legat på att öka effektiviteten i verksamheten, något som nu ser ut att ge resultat. Det var länge sedan affärsområdet presterade en sådan här lönsamhet under det andra kvartalet. Bolaget uppges ha bra momentum mot kunderna inom svensk industri, vilket är anmärkningsvärt då det är ett segment som många andra beskriver som utmanande. Även i Finland uppges verksamheten gå bra, vilket även det är en marknad där många andra har problem. Troligtvis handlar det mest om att affärsområdet jobbar med rätt kunder och då spelar inte det generella marknadsläget inte alltid så stor roll.

Något svagare marknad inom Process vilket kan bestå över valet i höst

Process Management levde inte riktigt upp till våra förväntningar. En något avvaktande marknad inom ärendehantering och e-arkivering som är två viktiga områden inom Process Management uppges vara anledningen. Däremot är det bättre fart inom GIS-området (geografiska informationssystem) som bland annat säljs till skogsindustrin. Att marknaden är något svagare för tillfället inom ärendehanteringssystemen kan bero på att det är val i Sverige i år och att beslutsfattarna därför är något försiktigare med investeringar.

Fortsätter hålla näsan ovanför vattenytan, vilket är positivt

Det viktigaste för affärsområdet **Content Management** är fortsatt att inte påverka gruppen med negativa resultat. Detta lyckas affärsområdet med i kvartalet vilket vi ser som positivt. Affärsområdet ser nu ut att ha fått kontroll på kostnadssidan och orderingången uppges gå åt rätt håll. Detta är ett område med en tuff och konkurrensutsatt marknad och det är fortfarande för tidigt att räkna med någon större vändning för affärsområdet anser vi.

		Prognos	Utfall	Differens	Differens
		2014 Q1	2014Q1	Mkr	%
Design	Försäljning	168,0	165,2	-2,8	-2%
	EBITA-resultat	11,0	8,2	-2,8	-25%
	Marginal	6,5%	5,0%		
Product Lifecycle	Försäljning	73	68,6	-4,4	-6%
	EBITA-resultat	7,0	9,4	2,4	34%
	Marginal	9,6%	13,7%		
Process	Försäljning	110,0	107,1	-2,9	-3%
	EBITA-resultat	20,0	15,4	-4,6	-23%
	Marginal	18,2%	14,4%		
Content	Försäljning	39,0	37,3	-1,7	-4%
	EBITA-resultat	0,0	0,2	0,2	na
	Marginal	0,0%	0,5%		
Centralt	Försäljning	-4,9	-6,9	-2	0%
	EBITA-resultat	-8,0	-5,9	2,1	26%
Total försäljning		385,1	371,3	-13,8	-4%
EBITA-resultat		30,0	27,3	-2,7	-9%
<i>EBITA marginal</i>		<i>7,8%</i>	<i>7,4%</i>		

Fortsatt ökning av de återkommande intäkterna

Addnode är långt ifrån ett renodlat IT-konsultbolag utan liknar allt mer ett mjukvarubolag till sin karaktär. Det är därför positivt att se att de återkommande intäkterna fortsätter att öka. I det andra kvartalet ökade intäkterna från support och underhållsavtal från 131 miljoner kronor i fjol till 161 miljoner kronor i år, vilket motsvarar en ökning med nästan 23 procent. Andelen återkommande intäkter uppgick till 43 procent i kvartalet vilket var en ökning med drygt fyra procentenheter jämfört med motsvarande period 2013. Detta skapar både stabilitet och trygghet i bolaget speciellt när de återkommande intäkterna baserar sig på Addnodes egenutvecklade produkter.

Addnode fortsätter att öka de återkommande intäkterna

Starkt kassaflöde under första halvåret

Addnode är ett bolag med starka kassaflöden

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 14 miljoner kronor under andra kvartalet och till 86 miljoner kronor under första halvåret. Totalt har bolaget 63 miljoner kronor i likvida medel och räntebärande skulder på 51 miljoner kronor hänförliga till förvärvet av Joint Collaboration. Under det andra kvartalet hade bolaget ett antal större utbetalningar i form av utdelning till aktieägarna samt amortering på lån på 66 respektive 5 miljoner kronor, samt förvärvsrelaterade investeringar på 49,4 miljoner kronor. Sammantaget har bolaget därefter en kassa minus räntebärande skulder på 14 miljoner kronor. Bolaget har därutöver en outnyttjad kreditlimit på 100 miljoner kronor som tillsammans med de starka kassaflödena från den löpande verksamheten gör att vi anser att bolaget har mycket goda förutsättningar att fortsätta med sin förvärvsorienterade tillväxtresa.

Addnode adderar ny geografi

Den stora nyheten under första halvåret var förvärvet av Symetri i Storbritannien

Addnode Group avslutade under juni månad den ingångna affären och genomförde inkrämsförvärvet av brittiska Symetris verksamhet från Airbus Defence & Space. Den förvärvade verksamheten omsätter cirka 80 miljoner kronor och omfattar 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.

Detta är början på en planerad expansion i Storbritannien

Det som också är intressant med affären är att Addnode 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.

Affärsområdet har nu blivit så pass stort i Norden att det är relevant att växa utanför Norden

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 devisen skynda långsamt. Den devisen räknar vi med att bolaget kommer att vara extra noggranna med på en ny marknad som Storbritannien.

Finns intressanta synergier att lyfta fram i förvärvet

Addnode Group har varit framgångsrika i att utveckla egna lösningar på Autodesk's plattform 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.

Priset uppges inte överstiga 30 miljoner kronor

Köpeskillingen för Symmetri förvärvet uppgick till 28 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.

Vi bedömer att detta är ett mycket intressant drag av Addnode som skulle kunna göra om den resan de gjort i Norden även i Storbritannien

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

Finns både positiva och något oroväckande tecken inför det andra halvåret

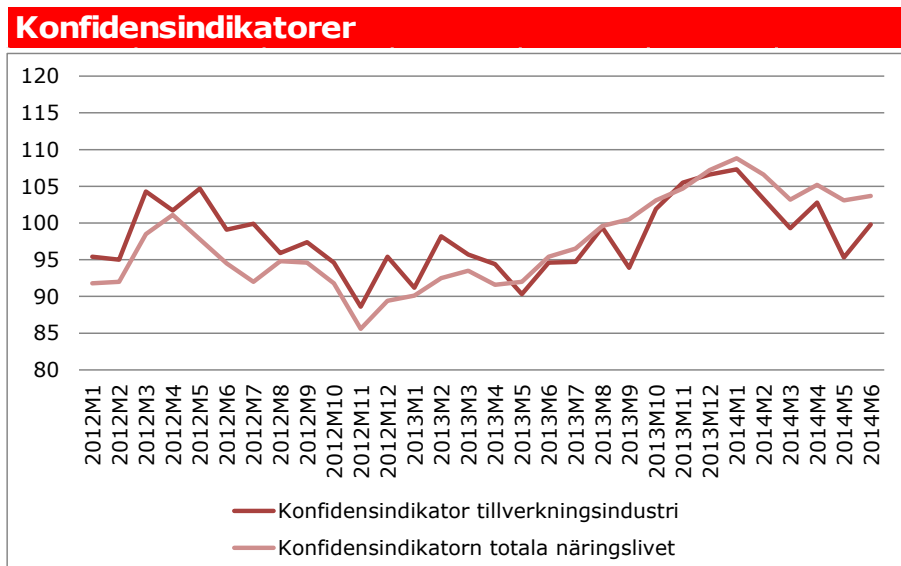
Addnode hade ett relativt svajigt 2013 men avslutade året starkt. Den positiva trenden har även fortsatt in i 2014 vilket det första halvåret visar. Det är dock inte så att alla verksamheter i bolaget presterar på maxkapacitet och det är inte någon högkonjunktur med stora investeringsprojekt som dras igång i svensk industri som bolaget möter. Det går att hitta både positiva tecken men även oros-tecken, vilket inte är så konstigt då Addnode med sina fyra affärsområden är spridda både geografiskt och mot olika typer av kundsegment. Även inom flera av kundssegmenten skiljer det sig relativt mycket åt beroende på vilka kunder man jobbar med. Exempel på det är att Volvo presterar svagt för tillfället samtidigt som Scania går starkt. Likadant ser det ut om man jämför Sandvik och Atlas Copco. Det är därför ofta viktigast att vara positionerade mot rätt kunder och där ser Addnode ut att i flera fall vara rätt positionerade för tillfället.

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. Det nyligen genomförda förvärvet i Storbritannien gör att bolaget lägger ännu en geografi till mixen. Under hösten kommer bolaget att få ut synergier av det förvärvet och lära sig mer om den brittiska marknaden. Vi skulle inte bli förvånade om det på sikt blir fler förvärv på de brittiska öarna, framförallt inom affärsområdena Design Management men även inom Product Lifecycle Management.

Konfidensindikatorn visar på en sidledes utveckling

Den förbättring i konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin som gick att se i slutet av 2013 har nu mattats under inledningen av 2014. Nu är konfidensindikatorerna för såväl det totala näringslivet som för tillverkningsindustrin relativt sidgåendes.



Vi räknar med ett starkare 2014 än 2013, vilket även det första halvåret indikerar

Den starka inledningen på 2014 väntas fortsätta även under andra halvåret. Det gör att vi räknar med såväl fortsatt god tillväxt och ett starkare resultat. Det tredje kvartalet var svagt förra året och vi räknar med en resultatförbättring i år som kommer att hjälpa till att förbättra helårsresultatet.

Tabell: Prognoser												
SEKm	2011	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14E	2014E
Försäljning	1301	1365	371	338	301	434	1444	411	371	348	487	1617
EBIT	99	118	19	14	3	46	86	26	19	15	48	108
PTP	120	119	19	14	2	46	86	25	19	15	48	108
VPA, SEK	3,71	3,08	0,53	0,34	0,03	1,18	2,18	0,65	0,49	0,40	1,26	2,80
Försäljningstillväxt (YoY)	23%	5%	3%	6%	3%	10%	6%	11%	10%	15%	12%	12%
EBIT marginal	8%	9%	5%	4%	1%	11%	6%	6%	5%	4%	10%	7%
VPA tillväxt (YoY)	74%	-17%	-35%	-29%	-95%	0%	-29%	22%	42%	1165%	7%	28%

Källa: Redeye research

Värdering

DCF-värdering

Vår DCF-värdering motiverar ett värde på 41 kronor per aktie

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 4,6 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 41 kronor per aktie vilket är en krona högre än tidigare.

Relativvärdering

Jämfört konkurrenterna anser vi att det finns en uppvärderingspotential, mycket på grund av den stabilitet som de återkommande intäkterna skapar i bolaget

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 något under 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 närmar sig hälften av omsättningen.

Värdering						
Company/Country	P/E		EV/EBITDA		EV/S	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
HIQ INTERNATIONAL AB	16,6	13,9	10,8	9,1	1,3	1,2
KNOW IT AB	12,9	8,3	8,7	6,4	0,7	0,6
SEMCON AB	7,5	6,7	na	na	0,4	0,4
ETTEPLAN OYJ	13,9	10,9	9,2	7,7	0,7	0,6
GOODTECH ASA	5,9	5,6	na	na	0,2	0,2
CYBERCOM GROUP AB	10,8	10,0	6,5	5,8	0,5	0,5
TIETO OYJ	14,1	13,0	7,4	6,8	1,0	1,0
ADDNODE AB	14,2	11,8	7,6	6,5	0,8	0,7
Medel	11,7	9,8	8,5	7,2	0,7	0,6
Median	12,9	10,0	8,7	6,8	0,7	0,6

Källa: Redeye Research, Bloomberg

*Något högre omsättning i
Addnode aktien*

Aktien

Lannebo fonder och Handelsbanken fonder har fortsatt att öka sina innehav medan PSG Small Cap har minskat sitt innehav något. Omsättningen i aktien har under det senaste året legat på drygt 12 000 aktier om dagen i genomsnitt och 4 000 mätt som median, vilket är något högre än tidigare.

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.

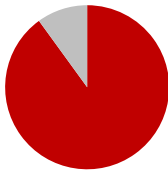
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

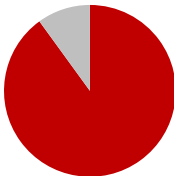
Inga förändringar

Ledning 9.0p



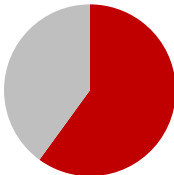
Addnode Group har en mycket erfaren och motiverad ledning. Vd Staffan Hanstorp är grundare av ett av bolagets verksamhetsområde och storägare i Addnode Group. Ledningen har som ett av få konsultbolag varit framgångsrika i att växa genom förvärv. Det som drar ned betyget något är att bolaget inte levererat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

Ägarskap 9.0p



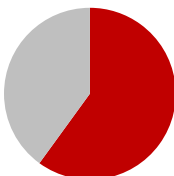
Bolaget har en mycket stark ägarbild med en kombination av framgångsrika entreprenörer som också är aktiva storägare och institutionella investerare. Alla i styrelsen äger aktier som överstiger ett styrelsearvode vilket vi också ser som positivt.

Tillväxtutsikter 6.0p



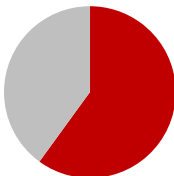
Addnode Group har haft en relativt svag organisk tillväxt under de senaste åren och har istället valt att växa genom att göra smarta tilläggsförvärv som kompletterar de befintliga affärsområdena. Vi skulle se det som positivt om bolaget även lyckades kombinera detta med en något högre organiska tillväxt 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	1,617	1,717	1,786
Summa rörelsekostnader	-1,215	-1,320	-1,464	-1,532	-1,592
EBITDA	150	124	154	185	194
Avskrivningar materiella tillg.	-12	-13	-13	-14	-15
Avskrivningar immateriella tillg.	-20	-25	-33	-34	-36
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	118	86	108	137	143
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	2	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	119	86	108	137	143
Skatt	-32	-23	-25	-30	-31
Net earnings	87	63	83	107	111
Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	132	115	97	103	107
Kundfordringar	451	490	501	532	554
Lager	1	1	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	584	606	598	635	661
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	29	26	29	31	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	113	120	125
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	752	938	963	972	978
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	1337	1543	1561	1607	1639
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	29	10	15
Övriga kortfristiga skulder	511	592	592	592	592
Summa kort. skuld	511	592	621	603	608
Räntebr. skulder	0	65	37	36	4
L. icke räntebr.skulder	32	51	51	51	51
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	543	709	709	689	663
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	794	835	852	918	976
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	794	835	852	918	976
Summa skulder och E. Kap.	1337	1543	1561	1607	1639
Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	1,365	1,444	1,617	1,717	1,786
Sum rörelsekost.	-1,215	-1,320	-1,464	-1,532	-1,592
Avskrivningar	-32	-38	-46	-48	-51
EBIT	118	86	108	137	143
Skatt på EBIT	-32	-23	-25	-30	-31
NOPLAT	86	63	83	107	111
Avskrivningar	32	38	46	48	51
Bruttokassaflöde	118	101	129	155	162
Föränd. i rörelsekap	-7	43	-11	-31	-21
Investeringar	-57	-223	-71	-57	-57
Fritt kassaflöde	54	-80	47	67	84
Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	59%	54%	55%	57%	60%
Skuldsättningsgrad	0%	8%	8%	5%	2%
Nettoskuld	-132	-50	-31	-57	-88
Sysselsatt kapital	662	785	821	861	888
Kapit. oms. hastighet	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	5%	6%	12%	6%	4%
VPA-tillväxt (just)	-18%	-29%	28%	29%	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	40.8
	Börskurs, SEK
	42.7

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	11%	8%	10%	12%	12%
ROCE	15%	10%	12%	15%	15%
ROIC	14%	10%	11%	13%	13%
EBITDA-marginal	11%	9%	10%	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	2.18	2.80	3.62	3.76
VPA just	3.08	2.18	2.80	3.62	3.76
Utdelning	2.25	2.25	1.40	1.81	1.88
Nettoskuld	-4.70	-1.72	-1.06	-1.94	-2.97
Antal aktier	28.15	28.80	29.60	29.60	29.60

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	895.0	1,042.0	1,232.6	1,206.6	1,176.0
P/E	11.8	17.4	15.3	11.8	11.3
P/S	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/S	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.0	8.4	8.0	6.5	6.1
EV/EBIT	7.6	12.1	11.4	8.8	8.2
P/BV	1.3	1.3	1.5	1.4	1.3

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-2.3 % Omsättning	8.9 %
3 mån	-3.0 % Rörelseresultat, just	-4.25 %
12 mån	15.7 % V/A, just	-4.8 %
Årets Början	10.1 % EK	3.6 %

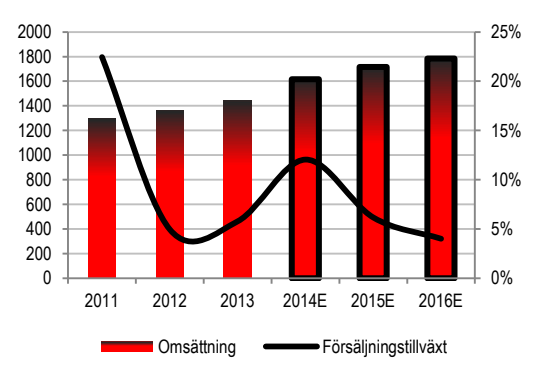
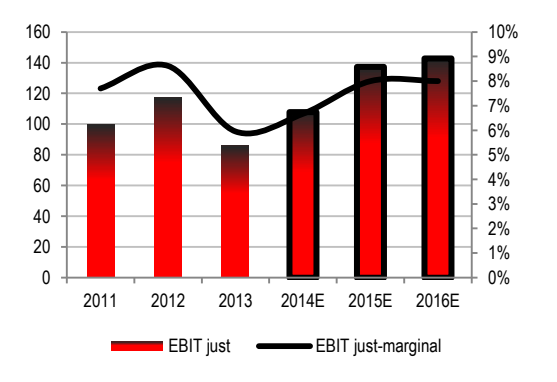
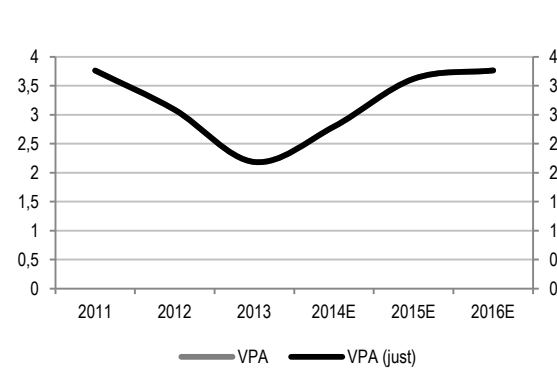
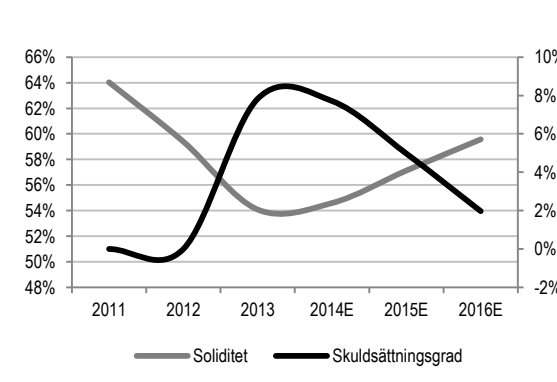
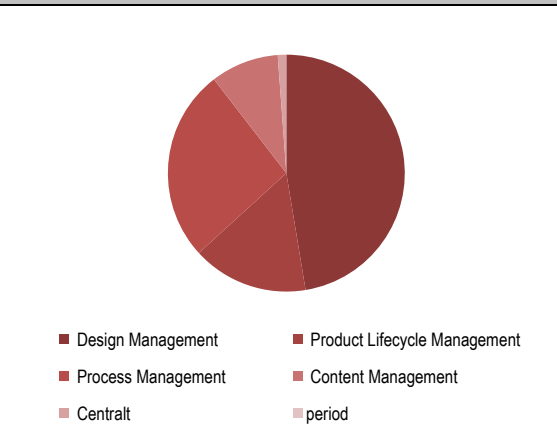
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Vidinova AB	27.2 %	25.0 %
Aretro Capital	24.0 %	12.9 %
Swedbank Robur Fonder	5.4 %	7.0 %
Lannebo Fonder	3.9 %	5.2 %
SHB Fonder	3.8 %	5.0 %
Avanza Pension Försäkring	3.0 %	3.9 %
Fjärde AP-fonden	2.0 %	2.6 %
PSG Small Cap	1.8 %	2.4 %
E. Öhman J:or Fonder	1.7 %	2.2 %
SEB Fonder	1.5 %	2.0 %

Aktien	
Reuterskod	ANODb.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	42.7
Antal aktier, milj	29.6
Börsvärde, MSEK	1263.9

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

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	October 24, 2014

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p> ■ Omsättning — Försäljningstillväxt </p>	 <p> ■ EBIT just — EBIT just-marginal </p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p> — VPA — VPA (just) </p>	 <p> — Soliditet — Skuldsättningsgrad </p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p> ■ Design Management ■ Product Lifecycle Management ■ Process Management ■ Content Management ■ Centralt ■ period </p>	<p> ■ period </p>
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 (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
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.