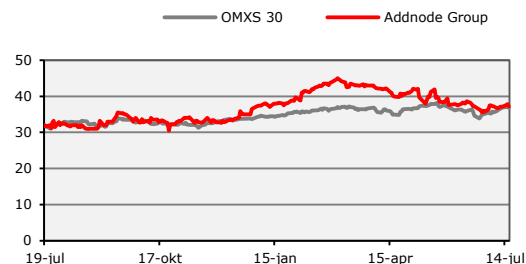


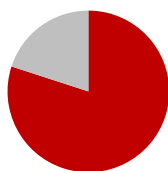
**Sammanfattning**
**Addnode Group (ANODb.ST)**
**Stabilt första halvår för Addnode Group**

- Addnode Groups rapport för det andra kvartalet blev till stora delar som vi räknat med. Försäljningen uppgick till 338 miljoner kronor med en rörelsemarginal på 4,1 procent.
- Borträknat det minsta affärsområdet Content Management så levererar alla affärsområden relativt stabilt vilket är ett styrketecken med tanke på att den underliggande marknaden nog kan beskrivas som halvljumen. Den mest intressanta händelsen under kvartalet är förvärvet av norska Joint Collaboration som stärker Addnodes position mot den norska bygg- och offshoresektorn som är två intressanta marknader med god lönsamhet.
- Vi har inte gjort några förändringar i ratingen efter det andra kvartalet.

Lista: Small Cap  
 Börsvärde: 1 070 MSEK  
 Bransch: Information Technology  
 VD: Staffan Hanstorp  
 Styrelseordf: Sigrun Hjelmquist

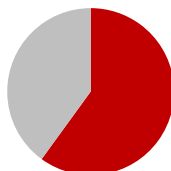

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



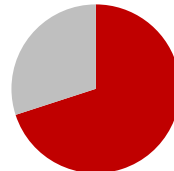
8,0 poäng

Tillväxtpotential



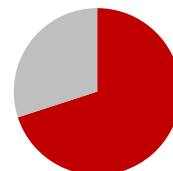
6,0 poäng

Lönsamhet



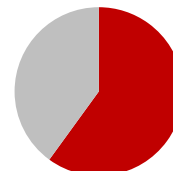
7,0 poäng

Trygg Placering



7,0 poäng

Avkastningspotential



6,0 poäng

**Nyckeltal**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1300	1365	1439	1651	1729	Aktiekurs (SEK)	38,0
Tillväxt	22%	5%	5%	15%	5%	Antal aktier (milj)	28,1
EBITDA	129	150	153	185	197	Börsvärde (MSEK)	1 070
EBITDA-marginal	10%	11%	11%	11%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-87
EBIT	100	118	118	151	157	Free float (%)	55 %
EBIT-marginal	8%	9%	8%	9%	9%	Dagl oms. ('000)	9
Resultat före skatt	102	119	119	151	157		
Nettoresultat	106	87	92	118	122		
Nettomarginal	8%	6%	6%	7%	7%		
Utdelning/Aktie	2,25	2,20	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	3,76	3,08	3,28	4,18	4,35	Erik Kramming	
P/E	0,0	0,0	11,6	9,1	8,7	erik.kramming@redeye.se	
EV/Sales	Neg	Neg	0,6	0,5	0,5		
EV/EBITDA	Neg	Neg	6,1	4,8	4,1		

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

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

## Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

## Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

## Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

## Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

## Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) oupptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, oupptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

## Spännande förvärv i Norge

Rapporten för det andra kvartalet var till stora delar enligt våra förväntningar

Addnode Groups rapport för det andra kvartalet var till stora delar enligt våra förväntningar. Försäljningen uppgick till 338 miljoner kronor jämfört med vår förväntning på 336 miljoner kronor. Resultatet var något svagare vilket till övervägande del berodde på en svagt resultat i affärsområdet Content Management. På det stora hela en godkänd rapport för Addnode Group som har levererat ett stabilt första halvår.

		Prognos 2013 Q2	Utfall 2013 Q2	Differens Mkr	Differens %
<b>Design</b>	<b>Försäljning</b>	<b>137,0</b>	<b>131,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4%</b>
	EBITA-resultat	10,0	6,7	-3,3	-33%
	Marginal	7,3%	5,1%		
<b>Product Lifecycle</b>	<b>Försäljning</b>	<b>62</b>	<b>69,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12%</b>
	EBITA-resultat	4,5	4,8	0,3	7%
	Marginal	7,3%	6,9%		
<b>Process</b>	<b>Försäljning</b>	<b>101,0</b>	<b>103,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3%</b>
	EBITA-resultat	16,0	19,7	3,7	23%
	Marginal	15,8%	19,0%		
<b>Content</b>	<b>Försäljning</b>	<b>40,0</b>	<b>38,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4%</b>
	EBITA-resultat	2,0	-3,7	-5,7	na
	Marginal	5,0%	-9,6%		
<b>Centralt</b>	<b>Försäljning</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1</b>	<b>0%</b>
	EBITA-resultat	-7,1	-8,0	-0,9	-13%
<b>Total försäljning</b>		<b>336,1</b>	<b>337,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1%</b>
<b>EBITA-resultat</b>		<b>25,4</b>	<b>19,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-23%</b>
	<i>EBITA marginal</i>	7,6%	5,8%		
Immateriella avskrivningar		-5,3	-5,6	-0,3	6%
<b>EBIT</b>		<b>20,1</b>	<b>13,9</b>	<b>-6,2</b>	<b>-31%</b>
Finansnetto		0,5	-0,3	-0,8	-160%
<b>Resultat före skatt</b>		<b>20,6</b>	<b>13,6</b>	<b>-7,0</b>	<b>-34%</b>
Skatt		-5,7	-3,7	2,0	-35%
<b>Resultat efter skatt</b>		<b>14,9</b>	<b>9,9</b>	<b>-5,0</b>	<b>-34%</b>

Källa: Redeye Research

Affärsområdet Design Management har genomfört ett mycket intressant förvärv under kvartalet

Tittar vi närmare på varje affärsområde för sig ser vi att **Design Management** fortsätter att växa. Den största händelsen i kvartalet är helt klart förvärvet av norska Joint Collaboration som vi skriver mer om längre ner. Den norska marknaden uppges fortsätta utvecklas starkt inom både bygg- och offshoreindustrin vilket är viktigt för affärsområdet. Även den finska och svenska marknaden uppges vara stabil medan den danska marknaden har det fortsatt tufft.

Starkt kvartal av Product Lifecycle Management givet förutsättningarna

Det område som vi på förhand var mest nervösa för var **Product Lifecycle Management** med tanke på att den tillverkande industrin har det relativt tufft. Utvecklingen var dock stark i kvartalet med en tillväxt på 13 procent och en viss marginalförstärkning jämfört med förra året. Under kvartalet har ett utvecklingscenter i Indien etablerats och det är också därför antalet anställda har stigit med 25 personer sedan årsskiftet.

*Process Management fortsätter att utvecklas stabilt vilket är viktigt då de står för den övervägande delen av lönsamheten i bolaget*

**Process Management** som bidrar med den överlägset största delen av resultatet i koncernen hade ytterligare ett starkt kvartal vilket är otroligt viktigt för bolaget. Tillväxten uppgick även här till 13 procent vilket till stor del är förvärvat tillväxt. Det mest intressanta under kvartalet är affären med polismyndigheten, som är en av affärsområdets största kunder, som köpt en e-arkivslösning från Addnode Group. Under kvartalet har också ett ramavtal för just avrop av e-arkivslösningar kommit på plats och Addnode Groups dotterbolag Ida Infront och Tekis finns representerat på avtalet. E-arkivslösningar är en intressant marknad som håller på att växa fram inom framförallt offentlig sektor och där ser Addnode Group ut att ha ett av marknadens bästa erbjudanden. Detta kommer bli intressant att följa under de kommande kvartalen. Att bolaget fortsätter att stärka sin position mot offentlig sektor och därmed generera stabila intäkter är mycket viktigt för bolaget på lång sikt.

*Content Management fortsätter att ha det tufft med lönsamheten och en ny affärsområdeschef söks för att få ordning på lönsamheten*

Plumpen i protokollet kommer inom Addnode Groups minsta affärsområde **Content Management**. Såväl försäljningen men framförallt resultat blev en besvikelse i kvartalet. En ny affärsområdeschef kommer att tillsättas för att försöka få ordning på affärsområdet som haft problem under en längre tid med att visa en uthållig lönsamhet. Med tanke på att de senaste förvärven inom det här området uppges ha utvecklats starkt måste det finnas områden med riktigt svag lönsamhet och det är förmodligen de områden som behöver en rejäl översyn.

*Fortsatt starka finanser vilket är viktigt med tanke på att en stor del av bolagets tillväxtstrategi ligger i att göra smarta förvärv*

### **Fortsatt starka finanser**

Kassflödet från den löpande verksamheten var i nivå med förra året och uppgick till 20 miljoner kronor. En utdelning på 63,5 miljoner kronor har betalats under kvartalet och kassan uppgick vid halvårsskiftet till 93 miljoner kronor. Utöver kassan har Addnode Group även en kreditlimit på 100 miljoner kronor vilket gör att bolaget har goda möjligheter att fortsätta med sin förvärvsdrivna tillväxtstrategi. Som vi skrev om i förra analysuppdateringen har nu Addnode Group en relativt stark valuta i sin egen aktie vilket också visade sig i kvartalet där bolaget delfinansierar förvärvet av Joint Collaboration med egna aktier.

*Addnode använder sin egen aktie som delfinansiering av förvärvet av norska Joint Collaboration*

### **Intressant förvärv i Norge**

Addnode Group fortsätter sin förvärvsdrivna expansion genom att efter det andra kvartalet förvärva det norska bolaget Joint Collaboration AS. Joint Collaboration har framförallt två SaaS-lösningar för främst olje- och gasindustrin samt byggindustrin. Detta är två av affärsområdet Design Managements viktigaste områden vilket gör förvärvet intressant. Därmed stärker de även greppet om den norska olje- och gasindustrin ytterligare vilket är positivt då det är en marknad med både stark lönsamhet och hög tillväxt. Förutom att Addnode Group stärker sin position på den norska marknaden är tanken med förvärvet att även sälja Joint Collaborations

produkter på de övriga marknaderna i Norden. Detta är helt enligt Addnode Groups förvärvsstrategi som ofta går ut på att köpa produkter eller lösningar som går att implementera hos befintliga kunder på andra marknader och utgör en viktig synergi i förvärven.

Den preliminära kontantköpeskillingen uppgår till 56 MNOK samt aktier i Addnode Group till ett värde som motsvarar 39 MNOK. En tilläggsköpeskillning som bestäms av utvecklingen mellan åren 2013-2015 tillkommer också och kan maximalt uppgå till 95 MNOK vilket gör att förvärvet totalt kan komma att uppgå till 195 MNOK på skuldfri basis. Addnode Group kommer att finansiera den initiala köpeskillingen på 56 MNOK med en treårig kreditfacilitet. Joint Collaboration kommer att ingå i affärsområdet Design Management.

Vi ser det som positivt att Addnode nu använder sin egen aktie som valuta i affären både då deras värdering nu är starkare men även för att behålla motivationen hos viktiga personer i det förvärvade bolaget. Eftersom Joint Collaborations säljer sina produkter enligt en SaaS-modell kommer den här affären att öka support och underhållsintäkterna under framförallt det fjärde kvartalet och framåt.

*Ett mindre förvärv i Finland har även genomförts i kvartalet*

#### **Addnode Group har även genomfört ett mindre förvärv i Finland**

Förutom det norska förvärvet har Addnode Group även gjort ett mindre förvärv på den finska marknaden under kvartalet även det inom Design Management. Bolaget heter Basepoint Oy och utvecklar program på Autodesk's plattform för att utveckla egna kartbaserade, infrastrukturplanerings- och underhållssystem. Bolaget är litet och omsätter endast 10 miljoner kronor. Det är inte känt hur mycket Addnode Group betalade för Basepoint.

#### **Stort avtal tecknat med ÅF**

Cad-Q som är ett dotterbolag inom Addnode Groups affärsområde Design Management fick under kvartalet en stor order från teknikkonsulten ÅF på licenser och underhållsavtal för CAD- och BIM-program. Addnode Group tecknade tidigare i år ett samarbetsavtal med ÅF angående Autodeskprodukter och det är genom det avtalet som den här affären har uppkommit. Det står inte hur många licenser det handlar om men med tanke på att ÅF är en av de större nordiska aktörerna när det kommer till att använda sig av Autodesk är detta en stor och viktig affär för affärsområdet Design Management.

## Finansiella prognoser

*Konfidensindikatorerna tickar fortsatt sakta uppåt*

Konfidensindikatorerna för såväl tillverkningsindustrin som för det totala näringslivet försätter att vara slagiga. Det positiva är att rytmen nu ser ut att vara något lugnare samtidigt som de båda har tickat uppåt under den senaste tiden. Att osäkerheten minskar på marknaden är positivt då det bli enklare för kunderna att ta långsiktiga investeringsbeslut vilket är viktigt för flera av Addnode Groups affärsområden. Inte minst skulle det vara positivt för Addnode Group om tillverkningsindustrin kom igång lite bättre även om bolaget varit duktiga på att minska sitt beroende av den vertikalen under de senaste åren.

**Konfidensindikator tillverkningsindustri**



**Konfidensindikatorn totala näringslivet**



Källa: Redeye Research, Konjunkturinstitutet

*Marknadsklimatet beskrivs som halvljummet*

Marknadsklimatet för tillfället beskrivs som halvljummet och givet det klimatet tycker vi att Addnode Group levererar ett godkänt första halvår. Det finns flera positiva nyheter som visar på att bolagets affärsområden utvecklas positivt vilket bland annat e-arkivlösningen som polisen beställt och avtalet med ÅF angående CAD-licenser är tydliga tecken på. Vi räknar inte med några stora förändringar av marknadsklimatet under det andra halvåret. Tittar vi på konfidensindikatorerna ser det i alla fall ut som det andra halvåret inte bör bli sämre än det första.

*Vi har inte gjort några större förändringar i våra estimat efter rapporten för det andra kvartalet*

Vi har inte gjort några större förändringar i våra prognoser efter rapporten för det andra kvartalet.

**Tabell: Prognoser**

SEKm	2008	2009	2010	2011	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13E	Q4'13E	2013E	2014E
Försäljning	1025	989	1060	1301	359	320	291	394	1365	371	338	306	424	1439	1651
EBIT	98	49	52	99	31	17	22	48	118	19	14	26	56	118	151
PTP	104	45	53	120	31	18	22	48	119	19	14	26	56	119	151
VPA, SEK	4,18	1,81	2,13	3,71	0,82	0,48	0,60	1,19	3,08	0,53	0,35	0,73	1,56	3,28	4,18
Försäljningstillväxt (YoY)		-3%	7%	23%	7%	1%	6%	6%	5%	3%	6%	5%	8%	5%	15%
EBIT marginal	10%	5%	5%	8%	8%	5%	8%	12%	9%	5%	4%	8%	13%	8%	9%
VPA tillväxt (YoY)		-57%	28%	74%	6%	-3%	-67%	7%	-17%	-35%	-27%	21%	32%	7%	27%

Källa: Redeye research

## Värdering

*Vår DCF-värdering motiverar ett värde på 39 kronor per aktie*

Vi värderar Addnode Group genom en DCF-värdering. Vår WACC beräkning bygger på PricewaterhouseCoopers riktlinjer för riskpremieberäkningen av svenska småbolag. Vi räknar med en WACC på 10,7 procent bestående av en riskfri ränta på 1,6 procent, ett beta på 1,2 och ett riskpremietillägg på 7,25 procent för småbolag enligt PricewaterhouseCoopers riktlinjer för riskpremietillägg. Vi räknar med en långsiktig genomsnittlig tillväxt mellan åren 2015-2021 på 4,9 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal på 7,8 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 39 kronor per aktie vilket är två kronor lägre än tidigare.

## Relativvärdering

*Vi anser fortsatt att Addnode bör kunna värderas med en premium mot sektorn på grund av deras repetitiva intäkter*

Addnode Group värderas inte längre med en rabatt mot konsultsektorn vid en jämförelse av P/E-talen utan värderas nära genomsnittet för sina peers. 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 högre multiplar jämfört med de mer renodlade konsultbolagen.

Värdering						
Company/Country	P/E		EV/EBITDA		EV/S	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
HIQ INTERNATIONAL AB	14,3	12,0	8,8	7,6	1,2	1,1
KNOW IT AB	9,6	8,0	5,6	5,5	0,5	0,5
SEMCON AB	10,3	8,5	6,9	5,9	0,5	0,5
CONNECTA AB	10,1	7,6	7,8	5,6	0,5	0,5
ETTEPLAN OYJ	11,7	9,1	6,4	7,0	0,6	0,6
GOODTECH ASA	9,6	7,8	5,0	4,2	0,2	0,2
CYBERCOM GROUP AB	9,0	6,9	5,4	5,1	0,4	0,4
TIETO OYJ	10,2	9,1	4,7	4,4	0,6	0,6
ADDNODE AB	11,3	8,9	6,2	5,1	0,7	0,6
Medel	10,6	8,6	6,3	5,7	0,6	0,5
Median	10,1	8,3	6,0	5,5	0,5	0,5

Källa: Redeye Research, Bloomberg

## Aktien

*I genomsnitt har det omsatts cirka 9 000 aktier om dagen under det senaste året*

Vi har inte noterat några större förändringar bland de större ägarna under kvartalet utan endast att Handelsbanken Fonder har ökat sitt innehav marginellt. Addnode Groups aktie har haft en måttlig utveckling under 2013 och är så här långt upp 3 procent vilket är något svagare än sina peers. Sett på ett års sikt är Addnode Group däremot en av vinnarna i sektorn. Omsättningen i aktien uppgår till strax under 9 000 aktier om dagen mätt som medel under de senaste 12 månaderna.

<b>Share Data</b>						
<b>Company/Country</b>	<b>LP</b>	<b>Curr.</b>	<b>Change, %</b>			
			<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>YTD</b>	<b>1Y</b>
<b>Sverige</b>						
HIQ INTERNATIONAL AB	34,1	SEK	0%	-2%	2%	0%
KNOW IT AB	50,25	SEK	-6%	-5%	8%	-12%
SEMCON AB	70,25	SEK	0%	22%	46%	62%
CYBERCOM GROUP AB	2,04	SEK	-3%	-2%	36%	14%
CONNECTA AB	38,5	SEK	-2%	-7%	-18%	-38%
ACANDO AB	13,5	SEK	-3%	-14%	-12%	-1%
ADDNODE AB	37,7	SEK	1%	-6%	3%	18%
Medel			-2%	-2%	10%	4%
Median			-3%	-4%	5%	-1%

Källa: Bloomberg, Redeye Research



## Investeringscase – Addnode Group

*Addnode Group bildades 2003 och har över 850 anställda*

Addnode Group bildades 2003 och är noterad på Nasdaq OMX Stockholm. Bolaget har drygt 850 anställda och över 3 000 kunder. Bolaget är indelat i fyra olika affärsområden som alla är verksamma inom skilda områden och som bedriver verksamhet under totalt 14 olika varumärken. Bolaget är väldigt decentraliserat och styrs av de enskilda bolagen i en entreprenöriell anda. En central tillväxtstrategi i Addnode Group är att växa genom förvärv vilket de lyckats med framgångsrikt under de senaste åren utan att balansräkningen tagit skada, bolaget hade vid utgången av 2012 en positiv nettokassa på 134 miljoner kronor.

*Addnode siktar på att vara marknadsledande i Norden inom sina respektive affärsområden*

Addnode Group omsatte under 2012 1 365 miljoner kronor med ett EBITDA-resultat på 138 miljoner kronor. Rörelsemarginalen i de olika affärsområdena ligger på mellan 6,5 och 18 procent. Addnode Group har de senaste åren haft stort fokus på att stärka lönsamheten i bolaget vilket delvis hållit tillbaka den organiska tillväxten men bolaget har istället klarat av tillväxten genom förvärv. Addnode Group siktar på att varje affärsområde ska ha en stark nordisk position men det finns även viss verksamhet utanför Norden. Den senaste tiden har den organiska tillväxten varit relativt svag och det är troligtvis en högre organisk tillväxt som kommer att krävas för att aktien ska fortsätta den positiva utvecklingen.

*Addnode Group skiljer sig ganska väsentligt jämfört med de mer traditionella IT-konsulterna genom att ha en större andel repetitiva intäkter*

Addnode Group skiljer sig ganska mycket från de traditionella IT-konsultbolagen genom att de även har en hel del egna programvaror och en högre andel repetitiva intäkter vilket gör att vi anser att bolaget bör värderas med en högre multipel jämfört med sina konkurrenter. Bolaget har också en bra ägarlista där såväl ledningen som vissa av styrelsemedlemmarna äger stora innehav. Bolagets egen målsättning är att nå en tillväxt på 20 procent per år (både organiskt och genom förvärv), en EBITA-marginal på 10 procent samt dela ut minst 50 procent av resultat efter skatt. Bortsett från tillväxten levde bolaget upp till de målsättningarna under 2012. Tittar vi fem år tillbaka har Addnode Group växt med drygt 10 procent per år i genomsnitt inklusive förvärv.

*Addnode Group har länge tillhört en av våra favoriter i IT-konsultsektorn*

Addnode Group har länge varit en av våra favoriter i IT-konsultsektorn. Bolagets starka balansräkning i kombination med ett starkt ledarskap och höga andel repetitiva intäkter gör att vi anser att bolaget bör kunna värderas med en högre multipel jämfört med deras konkurrenter. Bolagets har med sina fyra olika affärsområden hittat intressanta nischområden där de i de flesta fallen har tagit en stark nordisk position. De fyra olika affärsområdena bidrar också med en bra riskspridning i bolaget. Tillväxtmöjligheterna bedömer vi som goda såväl inom Norden och inom vissa områden finns det även potential att växa utanför Norden på sikt med tanke på den kunskap och lösningar bolaget besitter.

## Sammanfattning Redeye Rating

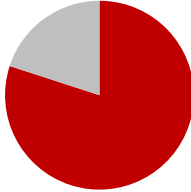
---

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:

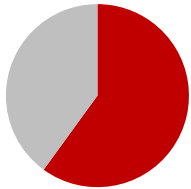
Inga förändringar

Ledning 8,0p



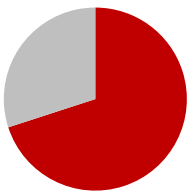
Redeye har stort förtroende för Addnodes ledning som har lång erfarenhet och visat på stor handlingskraft historiskt. Ledningen har lång erfarenhet av att förvärva och integrera bolag i Addnode.

Tillväxtpotential 6,0p



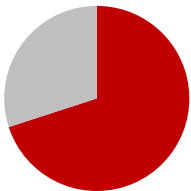
Addnode har möjligheter att växa framöver både organiskt och genom förvärv. Balansräkningen är mycket stark och skapar möjligheter för fler förvärv.

Lönsamhet 7,0p



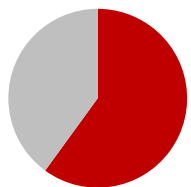
Addnode har haft en stabil tillväxt i såväl försäljning som resultat. Den ökande andelen repetitiva intäkter och ökad försäljning mot offentlig sektor skapar ytterligare stabilitet i Addnode.

Trygg placering 7,0p



Bolaget har fyra olika verksamhetsområden vilket minskar risken i bolaget. De starka finanserna ingjuter också trygghet.

Avkastningspotential 6,0p



Aktien handlas i nivå med vårt motiverade värde. Addnode bör kunna jämföras mer med programvarubolagen framöver vilket motiverar högre värderings multiplar.

Resultaträkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	1300	1365	1439	1651	1729
Summa rörelsekostnader	-1171	-1215	-1285	-1465	-1532
<b>EBITDA</b>	<b>129</b>	<b>150</b>	<b>153</b>	<b>185</b>	<b>197</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-29	-32	-35	-35	-40
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>100</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>157</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	1	2	1	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>151</b>	<b>157</b>

Skatt	-15	-32	-27	-33	-35
<b>Nettoresultat</b>	<b>106</b>	<b>87</b>	<b>92</b>	<b>118</b>	<b>122</b>

Balansräkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	153	132	197	215	290
Kundfordringar	325	451	446	512	536
Lager	2	1	1	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>480</b>	<b>584</b>	<b>644</b>	<b>727</b>	<b>826</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	26	29	29	33	35
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	76	48	48	48	48
Goodwill	551	594	630	630	630
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	75	81	72	83	86
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>727</b>	<b>752</b>	<b>779</b>	<b>794</b>	<b>799</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1 207</b>	<b>1 337</b>	<b>1 423</b>	<b>1 521</b>	<b>1 625</b>

Skulder	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	393	511	511	511	511
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>393</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>
Räntebr. skulder	0	0	56	36	18
L. icke räntebr.skulder	42	32	32	32	32
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>434</b>	<b>543</b>	<b>599</b>	<b>579</b>	<b>561</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	<b>773</b>	<b>794</b>	<b>824</b>	<b>942</b>	<b>1 064</b>
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>773</b>	<b>794</b>	<b>824</b>	<b>942</b>	<b>1 064</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>1 207</b>	<b>1 337</b>	<b>1 423</b>	<b>1 521</b>	<b>1 625</b>
----------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Fritt kassaflöde	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	1300	1365	1439	1651	1729
Sum rörelsekost.	-1171	-1215	-1285	-1465	-1532
Avskrivningar	-29	-32	-35	-35	-40
<b>EBIT</b>	<b>100</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>157</b>
Skatt på EBIT	-15	-32	-27	-33	-35
<b>NOPLAT</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>118</b>	<b>122</b>
Avskrivningar	29	32	35	35	40
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>114</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>152</b>	<b>162</b>
Föränd. i rörelsekap	45	-7	5	-64	-24
Investeringar	-56	-57	-62	-49	-45

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>103</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>39</b>	<b>93</b>
-------------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------

Kapitalstruktur	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Soliditet	64%	59%	58%	62%	65%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	7%	4%	2%
Nettoskuld	-153	-132	-141	-179	-272
Sysselsatt kapital	620	662	684	763	793
Kapit. oms. hastighet	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1

Tillväxt	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Försäljningstillväxt	22%	5%	5%	15%	5%
VPA-tillväxt (just)	76%	-18%	6%	27%	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
	Motiverat värde MSEK

Antaganden 2015-2021		
Genomsn. förs. tillv.	4,7 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>
EBIT-marginal	7,7 %	Börskurs, SEK

Lönsamhet	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	14%	11%	11%	13%	12%
ROCE	13%	15%	14%	16%	15%
ROIC	13%	14%	14%	17%	16%
EBITDA-marginal	10%	11%	11%	11%	11%
EBIT-marginal	8%	9%	8%	9%	9%
Netto-marginal	8%	6%	6%	7%	7%

Data per aktie	2011	2012	2013E	2014E	2015E
VPA	3,76	3,08	3,28	4,18	4,35
VPA just	3,76	3,08	3,28	4,18	4,35
Utdelning	2,25	2,20	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-5,45	-4,70	-5,00	-6,37	-9,66
Antal aktier	28,15	28,15	28,15	28,15	28,15

Värdering	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Enterprise Value	-153,3	-132,3	928,9	890,3	797,7
P/E	0,0	0,0	11,6	9,1	8,7
P/S	0,0	0,0	0,7	0,6	0,6
EV/S	-0,1	-0,1	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	-1,2	-0,9	6,1	4,8	4,1
EV/EBIT	-1,5	-1,1	7,9	5,9	5,1
P/BV	0,0	0,0	1,3	1,1	1,0

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	11/13e
1 mån	2,2 %	Omsättning
3 mån	-4,8 %	Rörelseresultat, just
12 mån	18,8 %	V/A, just
Årets Början	4,1 %	EK

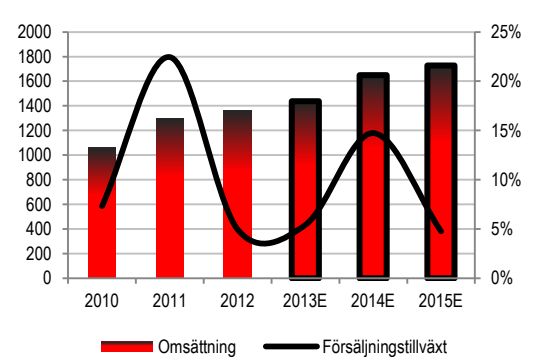
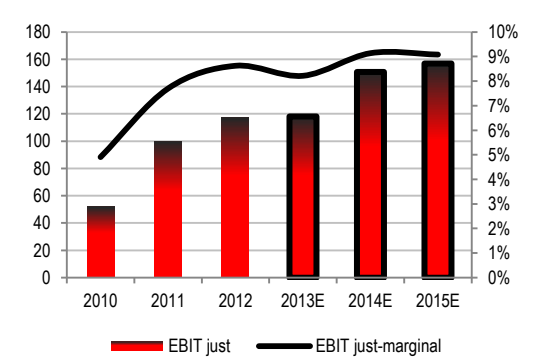
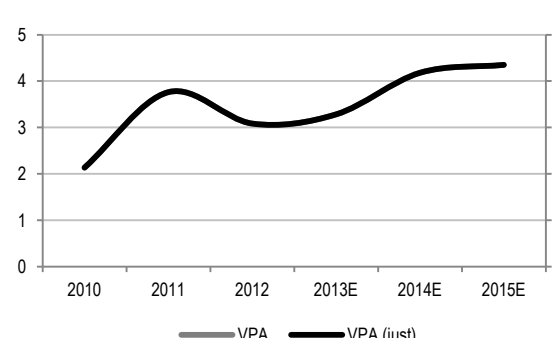
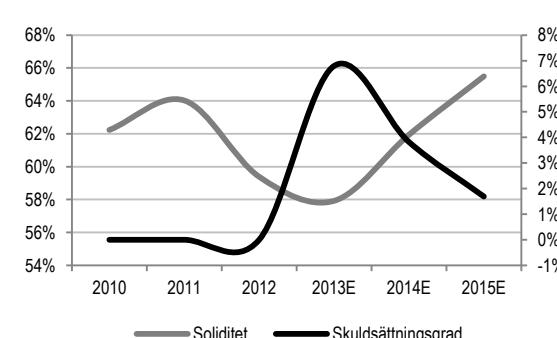
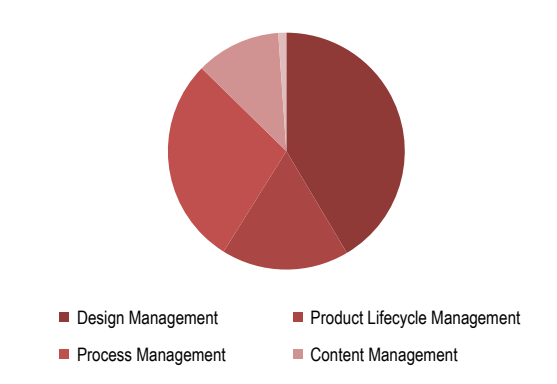
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Vidinova AB	26,0 %	26,0 %
Aretro Capital	13,4 %	13,4 %
Swedbank Robur Fonder	7,3 %	7,3 %
Avanza fondförvaltning	4,0 %	4,0 %
PSG Small Cap fond	3,3 %	3,3 %
Länsförsäkringar fondförvaltning	3,0 %	3,0 %
Fjärde AP-fonden	2,6 %	2,6 %
SHB Fonder	2,4 %	2,4 %
Didner & Gerge Fonder	2,4 %	2,4 %
E Öhman J:or fonder	2,2 %	2,2 %

Aktien	ANODb.ST
Reuterskod	ANODb.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	38,0
Antal aktier, milj	28,1
Börsvärde, MSEK	1069,5

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

Nästkommande rapportdatum	
FY 2013 Results	October 25, 2013

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p> <span style="color: red;">■</span> Omsättning    <span style="color: black;">—</span> Försäljningstillväxt                 </p>	 <p> <span style="color: red;">■</span> EBIT just    <span style="color: black;">—</span> EBIT just-marginal                 </p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p> <span style="color: grey;">—</span> VPA    <span style="color: black;">—</span> VPA (just)                 </p>	 <p> <span style="color: grey;">—</span> Soliditet    <span style="color: black;">—</span> Skuldsättningsgrad                 </p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p> <span style="color: darkred;">■</span> Design Management    <span style="color: darkred;">■</span> Product Lifecycle Management  <span style="color: red;">■</span> Process Management    <span style="color: red;">■</span> Content Management  <span style="color: lightgrey;">■</span> Centralt                 </p>	
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p><b>Erik Kramming äger aktier i Addnode: Nej</b></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, investerarrationer 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 (2013-06-07)**

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	21	15	9	12	20
3,5p - 7,0p	45	51	32	43	42
0,0p - 3,0p	1	1	26	12	5
Antal bolag	67	67	67	67	67

\*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.