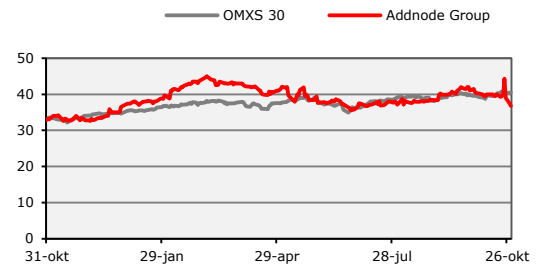


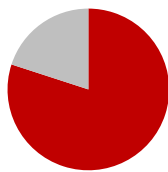
Sammanfattning
Addnode Group (ANODb.ST)
Svagt Q3 från Addnode Group

- Addnode Group:s rapport för det tredje kvartalet var betydligt svagare än vad vi räknade med även justerat för engångskostnader. Försäljningen uppgick till 301 miljoner kronor och justerat för engångskostnader som uppgick till strax under 6 miljoner kronor uppgick rörelsemarginalen till svaga 2,8 procent.
- Det tredje kvartalet var utmanande för hela IT-konsultsektorn. Även Addnode Group uppvisade ett svagt kvartal som påverkades av en svag efterfrågan från framförallt den svenska tillverkningsindustrin. Det fjärde kvartalet är säsongsmässigt Addnodes starkaste kvartal och vi räknar att det blir så även i år. Förvärvet av Joint Collaboration har införlivats i Addnode Group under kvartalet och stärker bolagets position på den starka norska marknaden.
- Vi har inte gjort några förändringar i vår rating.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 1 111 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Staffan Hanstorp
 Styrelseordf: Sigrun Hjelmquist

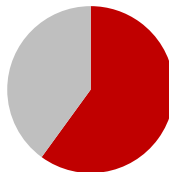

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



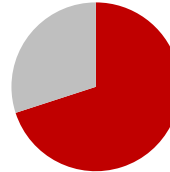
8,0 poäng

Tillväxtpotential



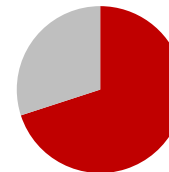
6,0 poäng

Lönsamhet



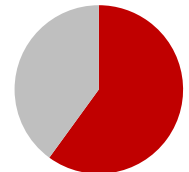
7,0 poäng

Trygg Placering



7,0 poäng

Avkastningspotential



6,0 poäng

Nyckeltal

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 300	1 365	1 434	1 641	1 705	Aktiekurs (SEK)	36,9
Tillväxt	22%	5%	5%	14%	4%	Antal aktier (milj)	30,1
EBITDA	129	150	117	172	192	Börsvärde (MSEK)	1 111
EBITDA-marginal	10%	11%	8%	10%	11%	Nettoskuld (MSEK)	17
EBIT	100	118	82	123	147	Free float (%)	55 %
EBIT-marginal	8%	9%	6%	8%	9%	Dagl oms. ('000)	8
Resultat före skatt	102	119	82	123	147		
Nettoresultat	106	87	62	96	115		
Nettomarginal	8%	6%	4%	6%	7%		
VPA	2011	2012	2013E	2014E	2015E	Analytiker:	
	3,76	3,08	2,05	3,19	3,81	Erik Kramming	
P/E	0,0	0,0	18,0	11,6	9,7	erik.kramming@redeye.se	
EV/Sales	Neg	Neg	0,8	0,7	0,6		
EV/EBITDA	Neg	Neg	9,6	6,4	5,2		

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.

Förvärv stärker Addnode i Norge

Addnode Group:s försäljning växte med 3 procent i det tredje kvartalet

Addnode Group:s rapport för det tredje kvartalet följde den generella trenden bland de övriga konsultbolagen med ett svagt tredje kvartal. Försäljningen uppgick till 301 miljoner kronor i kvartalet jämfört med vår förväntning på 317 miljoner kronor. Även resultatet var svagare än vad vi räknat med. Rörelseresultatet uppgick till 8,3 miljoner kronor (exklusive engångskostnader på 5,7 miljoner kronor) vilket var betydligt sämre än vår förväntning på 20,4 miljoner kronor.

		Prognos	Utfall	Differens	Differens
		2013 Q3	2013 Q3	Mkr	%
Design	Försäljning	138,0	137,3	-0,7	-1%
	EBITA-resultat	10,0	5,7	-4,3	-43%
	Marginal	7,2%	4,2%		
Product Lifecycle	Försäljning	53	49,0	-4,0	-8%
	EBITA-resultat	4,5	1,8	-2,7	-60%
	Marginal	8,5%	3,7%		
Process	Försäljning	86,0	86,9	0,9	1%
	EBITA-resultat	16,0	14,6	-1,4	-9%
	Marginal	18,6%	16,8%		
Content	Försäljning	43,0	32,6	-10,4	-24%
	EBITA-resultat	2,5	-1,7	-4,2	-168%
	Marginal	5,8%	-5,2%		
Centralt	Försäljning	-3	-4,4	-1,4	0%
	EBITA-resultat	-7,0	-6,0	1	14%
Total försäljning		317,0	301,4	-15,6	-5%
EBITA-resultat*		26,0	14,4	-11,6	-45%
EBITA marginal		8,2%	4,8%		
Immateriella avskrivningar		-5,6	-6,1	-0,5	9%
EBIT*		20,4	8,3	-12,1	-59%
Finansnetto		0,0	-0,5	-0,5	na
Resultat före skatt		20,4	7,8	-12,6	-62%
Skatt		-4,7	-1,2	3,5	-74%
Resultat efter skatt		15,7	6,6	-9,1	-58%

Källa: Redeye Research* exklusive engångskostnader på 5,7 miljoner kronor

Danmark underpresterar och ledningen har bytts ut under kvartalet

Inom **Design Management** var försäljningen som vi räknat med men marginalen avvek åt det negativa hållet. Liksom som för många andra av konsultbolagen är det den svenska marknaden som varit svag i kvartalet. Den svenska byggmarknaden uppges fortsatt hålla bra tempo medan efterfrågan från industrisektorn är desto svagare. Den norska marknaden som framförallt är fokuserad på bygg och offshore fortsätter att hålla hög aktivitet. Finland uppges vara stabilt medan Danmark har påverkat kvartalet negativt. Trots att Danmark är den minsta marknaden uppges den ligga bakom en del av den svaga marginalen då verksamheten uppvisar röda siffror. Det är tydligt att Addnode Group agerar när dotterbolagen inte presterar efter plan och i den danska verksamheten har ledningsgruppen bytts ut under kvartalet vilket belastat kvartalet med en engångskostnad på 1,3 miljoner kronor.

Industrikunderna är avvaktande i sina investeringar vilket pressar

Även inom affärsområdet **Product Lifecycle Management** är det den svenska marknaden och framförallt industribolagen som varit avvaktande i sina investeringsbeslut. Det blir allt tydligare att den svenska industrin varit återhållsamma när det gäller investeringar och inköp av konsulttjänster i det tredje kvartalet. En annan faktor som påverkat är att verksamheten i Nordamerika har varit svag under kvartalet vilket påverkat

licensförsäljningen och därmed marginalen i kvartalet. Åt det positiva hållet väger istället att den finska verksamheten har haft en god utveckling. Totalt minskade dock försäljningen med sex procent i kvartalet och EBITA-marginalen uppgick till svaga 3,7 procent.

Process Management fortsätter att vara stabilt vilket är extremt viktigt

Addnode Group:s stabilaste affärsområde **Process Management** fortsätter att vara just stabilt vilket är extremt viktigt för bolaget. Tillväxten är stark och uppgick i kvartalet till 12 procent samtidigt som EBITA-marginalen uppgick till 16,8 procent. Även om det var något svagare än vad vi räknat med är det fullt godkänt. Affärsområdet har fortsatt haft framgångar med sin lösning för långtidsarkivering. Detta är en marknad som kommer att vara spännande framöver då det ställs allt högre krav på framförallt offentlig sektor att de ska klara av att långtidsarkivera sin information.

Stora förändringar i Content Management under kvartalet

Addnode Group:s minsta affärsområde **Content Management** fortsätter att vara volatilt och är det affärsområde som påverkas mest när marknaden är svag. Affärsområdet uppvisar ett negativt EBITA-resultat på 1,7 miljoner kronor samtidigt som man tar engångskostnader på 4,5 miljoner kronor i kvartalet för ledningsförändringar. Även här är det tydligt att Addnode Group:s ledning inte varit nöjda med utvecklingen och flera personer har bytts ut i affärsområdet.

Den stora händelsen i kvartalet var att förvärvet av norska Joint Collaboration slutfördes

Norge blir en allt viktigare marknad för Addnode Group efter förvärvet av Joint Collaboration

Addnode Group fortsätter sin förvärvsdrivna expansion genom att 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 Group:s 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.

Förvärv av Joint Collaboration	
	MSEK
Kontant betalning på tillträdesdagen	60,9
Nyemitterade B-aktier	45
Prel. Nettokassaavräkning	29,7
Prel. Avsättning för villkorad köpeskilling	66
Prel. Betalning för Joint Collaboration	201,6

Källa: Redeye Research

Joint Collaboration omsatte under året fram till april 2013 120 MNOK med ett EBITA-resultat på 23 MNOK och hade 50 anställda. Vi ser det som positivt att Addnode Group 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.

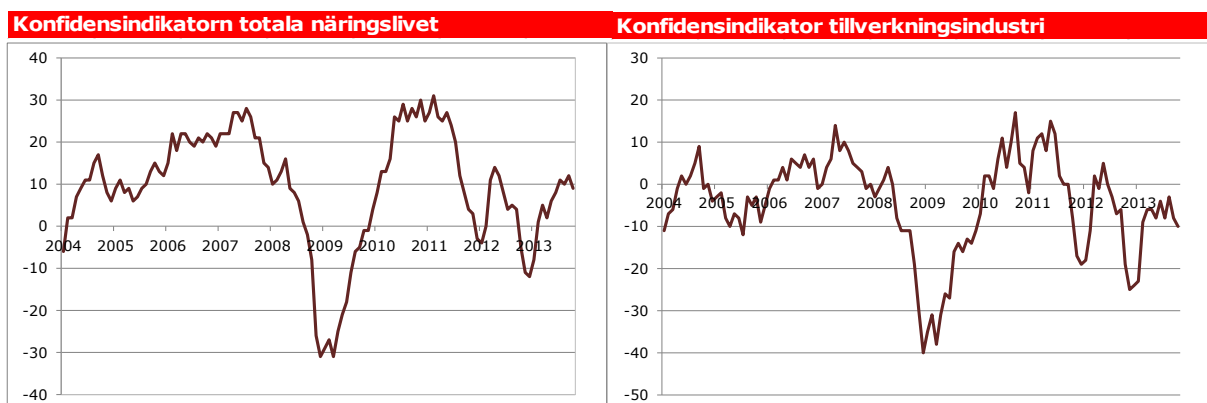
Finansiella prognoser

Addnode Group uppvisade precis som övriga IT-konsultbolagen ett svagt tredje kvartal. Framförallt är det industri kunderna som varit avvaktande i sina investeringar och aktiviten kom generellt igång sent efter sommaren. Detta är något som bekräftas av de flesta bolagen på marknaden. Utöver det påverkas kvartalet av ledningsförändringar inom två av affärsområdena som ytterligare påverkat resultatet i form av engångskostnader. Addnode Group:s vd Staffan Hanstorp är tydlig med att de inte är nöjda med kvartalet men uttalar ändå viss optimism om att det finns goda möjligheter att bolaget kan repa sig i det fjärde kvartalet som säsongsmässigt är bolagets starkaste kvartal.

Det tredje kvartalet har belastats av engångskostnader på strax under 6 miljoner kronor

Svensk tillverkningsindustri är försiktiga med sina investeringar

Tittar vi generellt på konjunkturen och specifikt på konfidensindikatorerna för det totala näringslivet och tillverkningsindustrin ser vi att humöret i tillverkningsindustrin är något ljummare än det totala näringslivet. Tillverkningsindustrin ligger fortfarande på en låg nivå och slår och det är inte tal om någon vändning för tillfället. Detta är något illavarslande för Addnode Group och flera av de andra IT-konsultbolagen med verksamhet mot industrisegmentet.



Källa: Konjunkturinstitutet

Vi räknar fortsatt med en stark avslutning på året även om vi har dragit ned våra förväntningar något efter det svaga tredje kvartalet.

Trots ett svagt tredje kvartal ser Addnode Group precis som flera av de andra IT-konsultbolagen möjligheter att revanschera sig i det fjärde kvartalet som normalt är bolagets starkaste kvartal. Det som talar emot det är att framförallt industribolagen verkar vara fortsatt avvaktande i sina

investeringar vilket kan få effekt även i det fjärde kvartalet. Vi tar viss höjd för detta i våra prognoser men räknar med att det fjärde kvartalet i vanlig ordning blir årets starkaste kvartal för Addnode Group.

Tabell: Prognoser															
SEKm	2008	2009	2010	2011	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13E	2013E	2014E
Försäljning	1025	989	1060	1301	359	320	291	394	1365	371	338	301	424	1434	1641
EBIT	98	49	52	99	31	17	22	48	118	19	14	3	42	82	123
PTP	104	45	53	120	31	18	22	48	119	19	14	2	42	82	123
VPA, SEK	4,18	1,81	2,13	3,71	0,82	0,48	0,60	1,19	3,08	0,53	0,33	0,03	1,09	2,05	3,19
Försäljningstillväxt (YoY)		-3%	7%	23%	7%	1%	6%	6%	5%	3%	6%	3%	8%	5%	14%
EBIT marginal	10%	5%	5%	8%	8%	5%	8%	12%	9%	5%	4%	1%	10%	6%	8%
VPA tillväxt (YoY)		-57%	28%	74%	6%	-3%	-67%	7%	-17%	-35%	-32%	-95%	-8%	-34%	56%

Källa: Redeye research

Värdering

Vår värdering motiverar ett värde på 37 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 4,3 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal på 8,2 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 **37 kronor per aktie** vilket är två kronor lägre än tidigare.

Relativvärdering

Addnode Group bör värderas med en premium mot sektorn givet deras stora grad av 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 för 2014E. Vi anser att Addnode Group bör kunna värderas med en premium jämfört med sina Peers bland annat då bolaget har en hög andel repetitiva intäkter och en god direktavkastning. Det blir intressant att se hur Addnode Group kommer att värderas framöver då bolaget får allt mer karaktären av ett programvarubolag med egen leveransorganisation vilket över tid bör leda till att bolaget ska kunna värderas med 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	17,7	14,8	11,8	9,9	1,4	1,3
KNOW IT AB	15,9	10,2	9,3	7,1	0,6	0,6
SEMCON AB	10,8	8,5	7,4	5,9	0,6	0,5
CONNECTA AB	18,0	10,8	12,1	7,8	0,6	0,6
ETTEPLAN OYJ	12,6	10,5	7,9	7,4	0,6	0,6
GOODTECH ASA	9,5	7,7	5,4	4,6	0,2	0,2
CYBERCOM GROUP AB	10,0	8,2	6,2	5,6	0,4	0,4
TIETO OYJ	11,5	10,5	6,0	5,5	0,7	0,7
ADDNODE AB	18,3	11,7	9,8	6,5	0,8	0,7
Medel	13,3	10,2	8,3	6,7	0,6	0,6
Median	12,1	10,3	7,7	6,5	0,6	0,6

Källa: Redeye Research, Bloomberg

Addnode Group:s aktie har haft en svagare utveckling än sektorn i stort

Aktien

Vi har inte noterat några större förändringar bland de större ägarna under kvartalet utan endast att Lannebo Fonder har ökat sitt innehav marginellt och därmed kommit in på listan över de 10 största ägarna i bolaget och därmed petat ner Öhman Fonder. Addnode Group:s aktie har haft en måttlig utveckling under 2013 och är så här långt upp 3 procent vilket är svagare än sina peers. Omsättningen i aktien uppgår till strax under 9 000 aktier om dagen mätt som medel under de senaste 12 månaderna.

Share Data						
Company/Country	LP	Curr.	Change, %			
			1M	3M	YTD	1Y
Sverige						
HIQ INTERNATIONAL AB	37,8	SEK	-7%	10%	13%	34%
KNOW IT AB	54,75	SEK	-4%	10%	17%	14%
SEMCON AB	71	SEK	4%	2%	48%	61%
CYBERCOM GROUP AB	2,33	SEK	3%	14%	55%	89%
CONNECTA AB	39,1	SEK	-13%	2%	-17%	-21%
ACANDO AB	12,35	SEK	-6%	-10%	-20%	-21%
ADDNODE AB	37,5	SEK	-10%	-1%	3%	14%
Medel			-4%	5%	16%	26%
Median			-5%	6%	15%	24%

Källa: Bloomberg, Redeye Research

Investeringscase – Addnode Group

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 cirka 15 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 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 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 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.

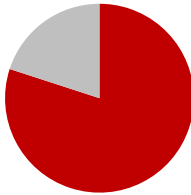
Sammanfattning Redeye Rating

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:

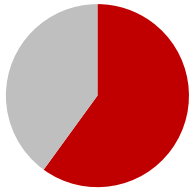
Inga förändringar

Ledning 8,0p



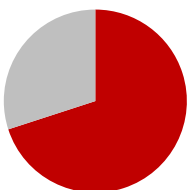
Redeye har stort förtroende för Addnodes ledning som har lång erfarenhet och visat på stor handlingskraft historiskt. Ledningen har även lång erfarenhet av att förvärva och integrera bolag i Addnode.

Tillväxtpotential 6,0p



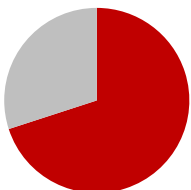
Addnode har möjligheter att växa framöver både organiskt och genom förvärv. Balansräkningen är mycket stark och skapar möjligheter för fler förvärv.

Lönsamhet 7,0p



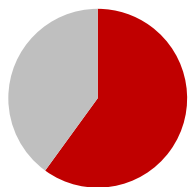
Addnode har haft en stabil tillväxt i såväl försäljning som resultat. Den ökande andelen repetitiva intäkter och ökad försäljning mot offentlig sektor skapar ytterligare stabilitet i Addnode.

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	1 300	1 365	1 434	1 641	1 705
Summa rörelsekostnader	-1 171	-1 215	-1 317	-1 470	-1 513
EBITDA	129	150	117	172	192
Avskrivningar materiella tillg.	-29	-32	-36	-42	-39
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	-7	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	100	118	82	123	147
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	1	2	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	102	119	82	123	147

Skatt	-15	-32	-20	-27	-32
Net earnings	106	87	62	96	115

Balansräkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	153	132	115	164	171
Kundfordringar	325	451	445	509	529
Lager	2	1	1	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	480	584	561	673	699
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	26	29	29	33	34
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	76	48	48	48	48
Goodwill	551	594	759	759	759
Imm. tillg. vid förväv	0	0	45	38	33
Övr. immater. tillg.	75	81	72	82	85
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	727	752	953	960	959
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	1207	1337	1513	1633	1658

Skulder	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	32	90	33
Övriga kortfristiga skulder	393	511	511	511	511
Summa kort. skuld	393	511	543	601	544
Räntebr. skulder	0	0	100	66	33
L. icke räntebr.skulder	42	32	32	32	32
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	434	543	675	699	609
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	773	794	839	935	1049
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	773	794	839	935	1049
Summa skulder och E. Kap.	1207	1337	1513	1633	1658

Fritt kassaflöde	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	1 300	1 365	1 434	1 641	1 705
Sum rörelsekost.	-1 171	-1 215	-1 317	-1 470	-1 513
Avskrivningar	-29	-32	-36	-48	-45
EBIT	100	118	82	123	147
Skatt på EBIT	-15	-32	-20	-27	-32
NOPLAT	85	86	62	96	115
Avskrivningar	29	32	36	48	45
Bruttokassaflöde	114	118	97	144	160
Föränd. i rörelsekap	45	-7	6	-63	-20
Investeringar	-56	-57	-236	-56	-44
Fritt kassaflöde	103	54	-133	26	96

Kapitalstruktur	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Soliditet	64%	59%	55%	57%	63%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	16%	17%	6%
Nettoskuld	-153	-132	17	-8	-104
Sysselsatt kapital	620	662	856	926	945
Kapit. oms. hastighet	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0

Tillväxt	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Försäljningstillväxt	22%	5%	5%	14%	4%
VPA-tillväxt (just)	76%	-18%	-34%	56%	19%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
Riskpremie	7,3 % NPV FCF (2013-2015) -29
Betavärde	1,3 NPV FCF (2016-2022) 391
Risikfri ränta	1,6 % NPV FCF (2023-) 673
Räntepremie	5,0 % Rörelsefrämjade tillgångar 70
WACC	10,0 % Räntebärande skulder 0
Antaganden 2015-2021	Motiverat värde MSEK 1106
Genomsn. förs. tillv.	4,2 %
EBIT-marginal	8,1 %
Motiverat värde per aktie, SEK	36,9

Lönsamhet	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	14%	11%	8%	11%	12%
ROCE	13%	15%	9%	12%	13%
ROIC	13%	14%	9%	11%	12%
EBITDA-marginal	10%	11%	8%	10%	11%
EBIT-marginal	8%	9%	6%	8%	9%
Netto-marginal	8%	6%	4%	6%	7%

Data per aktie	2011	2012	2013E	2014E	2015E
VPA	3,76	3,08	2,05	3,19	3,81
VPA just	3,76	3,08	2,05	3,19	3,81
Utdelning	2,25	2,20	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-5,45	-4,70	0,58	-0,27	-3,47
Antal aktier	28,15	28,15	30,10	30,10	30,10

Värdering	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Enterprise Value	-153,3	-132,3	1 128,0	1 102,4	1 006,3
P/E	0,0	0,0	18,0	11,6	9,7
P/S	0,0	0,0	0,8	0,7	0,7
EV/S	-0,1	-0,1	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	-1,2	-0,9	9,6	6,4	5,2
EV/EBIT	-1,5	-1,1	13,8	8,9	6,8
P/BV	0,0	0,0	1,3	1,2	1,1

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	11/13e
1 mån	-11,1 %	Omsättning 5,0 %
3 mån	-2,4 %	Rörelseresultat, just -9,60 %
12 mån	11,8 %	V/A, just -26,2 %
Årets Början	1,1 %	EK 4,2 %

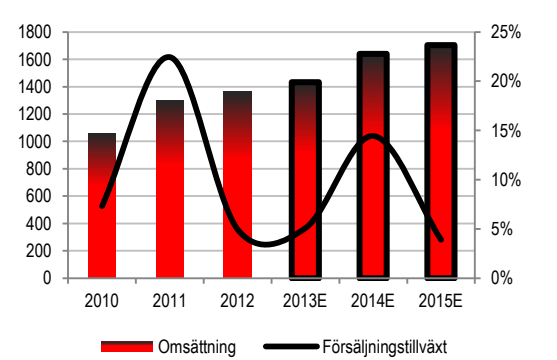
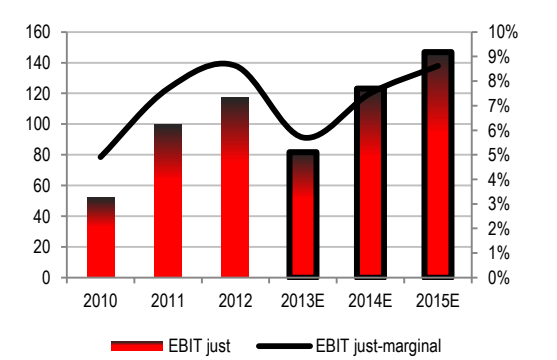
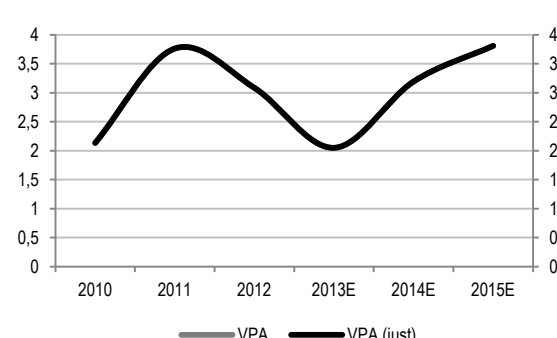
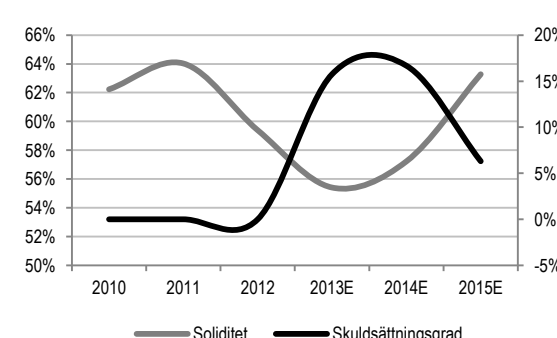
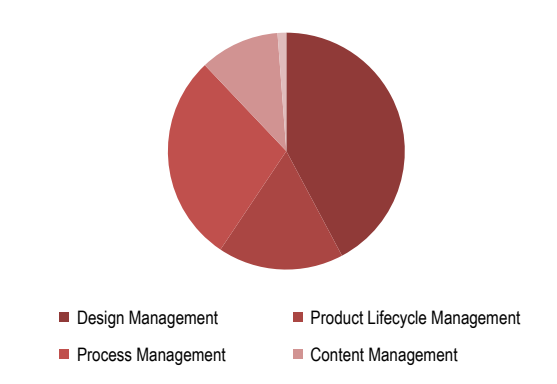
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Vidinova AB	27,2 %	25,0 %
Aretro Capital	24,0 %	12,9 %
Swedbank Robur Fonder	5,4 %	7,0 %
Avanza fondförvaltning	3,0 %	4,0 %
PSG Small Cap fond	2,5 %	3,3 %
Länsförsäkringar fondförvaltning	2,2 %	2,9 %
SHB Fonder	1,8 %	2,4 %
Fjärde AP-fonden	1,8 %	2,3 %
Lannebo Fonder	1,8 %	2,3 %
Didner & Gerge Fonder	1,7 %	2,3 %

Aktien	ANODb.ST
Reuterskod	ANODb.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	36,9
Antal aktier, milj	30,1
Börsvärde, MSEK	1110,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Staffan Hanstorp
CFO	Mats Läckgren
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 (%)
 <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p>	 <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>	 <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p>Legend: Design Management, Product Lifecycle Management, Process Management, Content Management, Centralt</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 Group 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 kunders 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.