



Analyst Group

TALKPOOL AG

ÅTERKOMMANDE INTÄKTER FRÅN TELEKOM
MÖJLIGGÖR STRATEGISKIFTE MOT IOT

2018-01-15

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:

STAFFAN BÜLOW, WILHELM SONDÉN

Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade de därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi anser att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är eventuell ersättning på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 utarbetade vi en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Talkpool AG ("Talkpool" eller "Bolaget") är noterade på First North sedan maj 2016 och är verksamma inom telekom- och nätverkstjänster (TNS) samt tillhandahåller lösningar inom Internet of Things (IoT). Bolaget grundades 2000 i Schweiz och har huvudkontor i Chur. Talkpools verksamhet sträcker sig över fyra kontinenter fördelat på 20 länder och sysselsätter ca 1 300 personer. Telekom- och nätverkstjänsterna erbjuds främst i utvecklingsländer men även i industriländer såsom Tyskland och Sverige. Inom verksamhetsområdet IoT erbjuder Talkpool planering och distribution av IoT-nätverk med fokus på den europeiska marknaden.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-8
Marknadsanalys	9-11
Finansiell prognos	12-15
Kassaflödesvärdering	16-17
Bull & Bear	18-19
Värdering	20
Ledning & styrelse	21
Appendix	22
Disclaimer	23



4

Värde drivare

En DCF-värdering indikerar en potentiell uppsida om 14,5 % från dagens aktiekurs. Bolaget förvärvade nyligen LCC Pakistan, vilket förväntas dubbla omsättningen, samt förbättra lönsamheten. Talkpool förväntas fullfölja sin strategi: att använda stabila kassaflöden från telekom- och nätverkstjänster för att möjliggöra strategiskifte mot tillväxtsegmentet Internet of Things.

2



Historisk Lönsamhet

Talkpool har de senaste fyra kvartalen haft negativ rörelsemarginal mätt som rullande 12 månader. Med förbättrad lönsamhet har Bolaget dock uppnått positivt resultat på EBITDA-nivå för Q3-17 (R12M).

3



Riskprofil

Bolaget är verksamma i bl.a. Haiti, Mauritius, Uganda, Tanzania, Pakistan, Irak och Mexiko. Många av dessa länder kännetecknas av politisk osäkerhet, osäkert rättssystem och osäker institutionell infrastruktur. Vidare finns en operativ risk i integrering av förvärvet LCC Pakistan. Förvärvet innebär att antalet anställda mer än tredubblas.

4



Ledning & Styrelse

Talkpools ledning och styrelse har gedigen erfarenhet från Telekom och Internet of Things. VD Erik Strömstedt har mångårig erfarenhet från branschen genom chefsbefattningar på bl.a. Ericsson och IBM. Vidare är grundaren av Talkpool fortfarande aktiv i Bolaget som styrelseordförande. Insynsägandet från VD och styrelseordförande uppgår till ca 34 %, vilket är förtroende-givande.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

Talkpool är verksamma inom telekom- och nätverkstjänster i över 20 länder fördelat på fyra kontinenter. Bolagets kunder utgörs av världens största operatörer och försäljare av telekomprodukter, däribland Ericsson, Nokia, Huawei, Digicel och Deutsche Telekom. Avtalen med dessa kännetecknas av långa kontraktstider och stabila återkommande intäkter. Dessa stabila kassaflöden ska användas till att växa inom IoT. Bolaget står väl positionerade inför denna satsning med flertalet pilotprojekt i åtta länder och har nyligen erhållit en genombrottsorder om 25 MSEK. I ett base scenario värderas Talkpool till 46 kr vilket motsvarar en uppsida om 14,5 %.

Trend mot att mobiloperatörer outsourcar TNS

Marknaden för Telecom Network Services ("TNS"), har genomgått ett paradigmskifte, där tjänster som tidigare utfördes in-house av operatörerna själva nu kommit att gradvis läggas ut till underleverantörer i syfte att minska kostnader och fokusera på kärnverksamheten. Talkpool har i dagsläget flertalet O&M-avtal (service och underhåll) från bl.a Digicel och Cellnex. Dessa kontrakt varar i snitt 2-3 år och förlängs automatiskt om inte kunden aktivt säger upp avtalet. Att byta O&M-avtal är förenat med höga risker och kostnader. Således genererar O&M-avtal stabila återkommande intäkter.

Väl positionerade mot IoT

Bolagets strategi är att kassaflödena från TNS ska användas till att öka försäljning och utveckla produkter inom IoT. Talkpool har en bra positionering och kompetens för att kunna växa inom detta segment. Bolaget har flertalet stora kunder inom telekombranschen, däribland operatörer och försäljare som Digicel, Tele2, Deutsche Telecom, Ericsson, Huawei. Samtliga av dessa bolag kommer att vara med i utvecklingen av IoT. 2017-12-28 erhöll Talkpool en order om 25 MSEK (2,5 MEUR) inom IoT på Haiti, vilket visar på potentialen inom detta segment. Vidare har Bolaget flertalet pilotprojekt fördelade på åtta länder.

Värderas till 46 kr motsvarande uppsida om 14,5 %

Givet gjorda prognoser värderas Talkpool till 46 kr baserat på en kassaflödesvärdering. Prognoserna bygger på att Bolaget växer inom IoT, vilket med högre lönsamhetspotential medför marginalförbättringar.

Exponering mot utvecklingsländer medför risker

Bolagets strategi är att kassaflödena från TNS ska användas till att öka försäljning. Bolaget är verksamma i bl.a. Haiti, Maritius, Uganda, Tanzania, Pakistan, Irak och Mexico. Många av dessa länder kännetecknas av politisk osäkerhet, osäkert rättssystem och osäker institutionell infrastruktur.

AKTIEKURS

40 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR	BASE	BULL
25 kr	46 kr	68 kr

TALKPOOL	
Stängningskurs (2018-01-15)	40,20
Antal Aktier	4 871 877
Market Cap (MSEK)	195,85
Nettokassa(-)/skuld(+)	-7,17
Enterprise Value (EV)	188,68
V.52 prisintervall (SEK)	22,3/42,0

UTVECKLING	
1 månad	35,81 %
3 månader	21,08 %
1 år	31,80 %
YTD	4,15 %

HUVUDÄGARE	
Magnus Sparrholm	19,91 %
Erik Strömstedt	5,39 %
Avanza Pension	3,36 %
Stig Sparrholm	2,20 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2,14 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Erik Strömstedt
Styrelseordförande	Magnus Sparrholm

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q4 2017	2018-03-30
Bokslutskommuniké 2017	2018-03-30

PROGNOS (BASE)*	2016A	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning (tEUR)	11 571	17 464	29 448	32 752
Bruttoresultat	5 452	8 581	17 936	19 559
Bruttomarginal (adj.)	47 %	49 %	61 %	60 %
EBITDA	-364	743	1 988	2 742
EBITDA-marginal	-3 %	4 %	7 %	8 %
EBIT	-409	698	1 746	2 090
EBIT-marginal	-4 %	4 %	6 %	6 %
EV/Sales	1.3x	0.9x	0.5x	0.5x
EV/EBITDA	-2.9x	20.2x	7.6x	5.5x
EV/EBIT	-2.9x	21.5x	8.6x	7.2x

*Prognoser baseras på justerade kostnadsposter.

INVESTERINGSIDÉ

46 SEK
I BASE
SCENARIO

Talkpool är verksamma inom telekom- och nätverkstjänster i över 20 länder fördelat på fyra kontinenter. Bolagets kunder utgörs av världens största operatörer och försäljare av telekomprodukter, däribland Ericsson, Nokia, Huawei, Digicel och Deutsche Telekom. Avtalen med dessa kännetecknas av långa kontraktstider och stabila återkommande intäkter. Dessa stabila kassaflöden ska användas till att växa inom IoT. Bolaget står väl positionerade inför denna satsning med flertalet pilotprojekt i fler än åtta länder och har nyligen erhållit en genombrottsorder om 25 MSEK. I ett base scenario värderas Talkpool till 46 kr (DCF) vilket motsvarar en uppsida om 14,5 %.

Trend mot att mobiloperatörer outsourcar Telekom Network Services

Marknaden för TNS, har genomgått ett paradigmskifte, där tjänster som tidigare gjordes in-house av operatörerna själva kommit att gradvis läggas ut på underleverantörer, i syfte att minska kostnader och fokusera på kärnverksamheten. Data visar att telekombranschen sett EBITDA-marginaler som minskat från 25 % till 17 %, sedan 2015. Denna trend har inneburit ett försök att förbättra kostnadsstrukturen genom att bl.a. outsourca kapitalintensiva tjänster. Givet den underliggande trenden, att operatörer outsourcar TNS-tjänster finns goda möjligheter för Talkpool att kapitalisera på denna trend.

Talkpool har i dagsläget flertalet O&M-avtal (service och underhåll) från bl.a. Digicel och Cellnex. Dessa kontrakt varar i snitt 2-3 år och förlängs automatiskt om inte kunden aktivt säger upp avtalet. Att byta O&M-avtal är förenat med höga risker och kostnader, således genererar O&M-avtal stabila återkommande intäkter. Då riskerna och kostnaderna för att byta O&M-leverantör är höga är det svårt för Talkpool att rent organiskt sluta nya O&M-avtal. Därav kommer nya O&M-avtal troligvis slutas genom att förvärva bolag inom O&M på nya geografiska marknader. Talkpool utvärderar aktivt nya förvärv för att kunna sluta nya O&M-avtal.

Väl positionerade mot IoT

Bolagets strategi är att kassaflödena från TNS ska användas till att öka försäljning och utveckla produkter inom IoT. 2017-12-28 erhöll Talkpool en order om 25 MSEK (ca 2,5 MEUR) inom IoT på Haiti, vilket visar på potentialen inom detta segment. Talkpool har bra positionering och kompetens för att kunna växa inom segmentet IoT. Bolaget har flertalet stora operatörer och försäljare inom telekombranschen som kunder, däribland Digicel, Tele2, Deutsche Telecom, Ericsson, Huawei. Samtliga av dessa bolag kommer att vara med i IoT-utvecklingen. Talkpool har flertalet kontrakt både rörande implementering och underhåll av nya IoT-nätverk. Kontrakten sträcker sig över Tyskland, Italien, Sverige, Norge, Portugal, Indien, Schweiz och USA. Vidare har Talkpool byggt upp erfarenhet av IoT-nätverk då de planerade och byggde IoT-nätverk i flertalet städer under 2014 vilket resulterat i ett gott rykte. I ledningen har samtliga lång erfarenhet från telekom och IoT. Exempelvis har VD Erik Strömstedt mångårig erfarenhet från branschen genom chefsbefattningar på bl.a. Ericsson och IBM. Tillväxt från IoT kan även komma från förvärv. Sammantaget bedöms Talkpool ha goda förutsättningar för att kunna växa kraftigt inom IoT-segmentet de kommande åren.

Förvärv av LCC Pakistan resulterar i marginalförbättring

2017-11-09 slutförde Talkpool förvärvet av LCC Pakistan. Bolaget köptes till en P/EBITDA-multipel om 3. LCC Pakistan omsatte 9,9 MEUR och hade en EBITDA-marginal om 15 % 2016. Förvärvet innebär att Talkpool nästan dubblar sin omsättning. Förvärvet är i linje med Talkpools kompetens då styrelseledamoten, Constantinus Schreuder, jobbade för LCC Pakistan mellan 2002-2015. LCC Pakistan har ca 1000 anställda och är verksamma både inom TNS-tjänster och IoT-lösningar. Förvärvet innebär att Talkpool kan kapitalisera på ny kompetens, samtidigt som Bolaget tillförs en bättre geografisk närvaro i Mellanöstern.

Exponering mot utvecklingsländer medför risker

Bolaget är verksamma i bl.a. Haiti, Mauritius, Uganda, Tanzania, Pakistan Irak och Mexiko. Många av dessa länder kännetecknas av politisk osäkerhet, osäkert rättssystem och osäker institutionell infrastruktur. Vidare finns en operativ rik i integrering av förvärvet LCC Pakistan. Förvärvet innebär bland annat att antalet anställda mer än tredubblas, vilket kan leda till stora utmaningar för organisationen och som i förlängningen kan resultera i lägre marginaler.

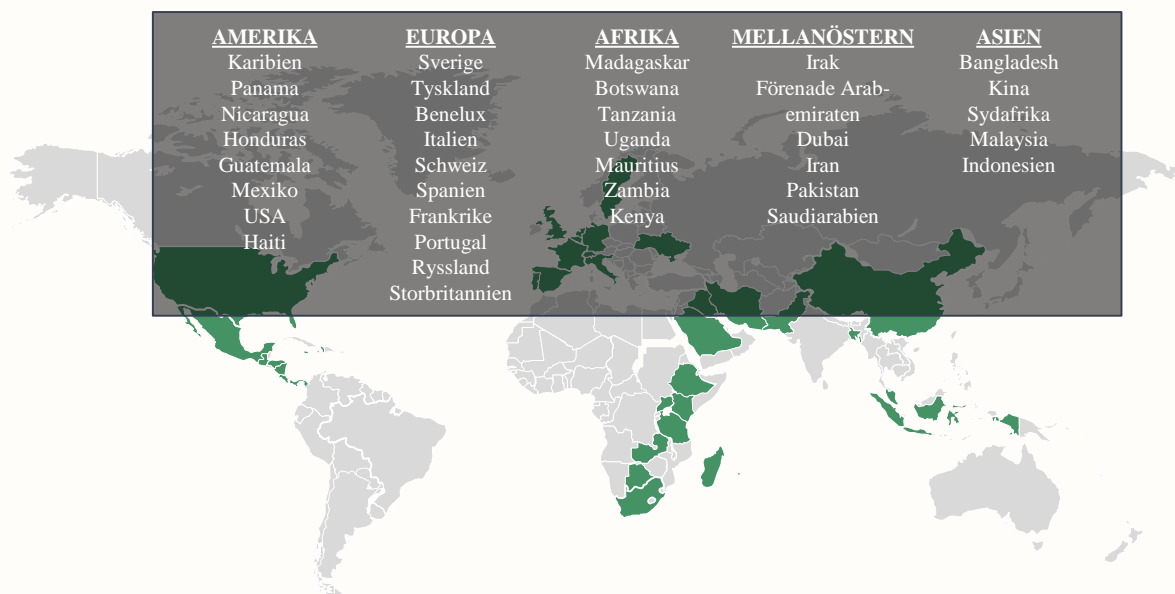
LCC PAKISTAN
DUBBLAR
OMSÄTTNINGEN
OCH
FÖRBÄTTRAR
LÖNSAMHETEN

BOLAGSBESKRIVNING

Talkpool är noterade på First North sedan maj 2016 och är verksamma inom telekom- och nätverkstjänster samt tillhandahåller lösningar inom Internet of Things. Bolaget grundades 2000 i Schweiz och har sitt huvudkontor i Chur. Talkpools verksamhet sträcker sig över 20 länder fördelat på fyra kontinenter och sysselsätter ca 1 300 anställda (inklusive personal från förvärvet av LCC).

Talkpools verksamhet består dels av telekom- och nätverkstjänster och dels av Internet of Things-lösningar. TNS är i dagsläget Bolagets huvudsakliga verksamhetsområde men Talkpool har de senaste åren inlett satsningar på IoT och strävar mot att IoT ska utgöra en större del av verksamheten. Verksamhetsområdet TNS utgörs av implementering av nätverk och service samt underhåll av nätverk (O&M). TNS-tjänsterna erbjuds främst i utvecklingsländer men även i industrialiserade länder såsom Tyskland. Inom verksamhetsområdet IoT erbjuder Talkpool planering och distribution av IoT-nätverk med fokus på den Europeiska marknaden. Vidare utvecklar Bolaget mjukvara för IoT.

Talkpools geografiska närvaro



Källa: Talkpool

Affärsmodell

Bolagets verksamhet består av de två verksamhetsområdena TNS och IoT varav de olika områdena mynnar ut i flertalet olika tjänster och produkter. Talkpools verksamhet sträcker sig över fyra kontinenter och en stor del av denna geografiska spridning uppnås genom en s.k. Global Partnership Model, vilken innefattas av *joint ventures* och *franchise*.

TNS består av:

1. Implementering.
2. O&M.
3. Konsulttjänster.

Implementering utgörs av planering och utbyggnad av olika typer av nätverk som telefon- och fibernät. Implementeringsprojekt i utvecklingsländer tillhandahålls vanligtvis genom en franchise eller joint venture med ett lokalt företag. Tjänsten innefattar planering, projektering och integrering av hela nätverksinfrastrukturen. Således tillhandahåller Talkpool hela nätverksinfrastrukturen med radiotorn, antenner, basstationer, kablar etc. Efter att Talkpool implementerat ett nätverk brukar de även ansvara för O&M.

BOLAGSBESKRIVNING

EXPANSION GENOM JOINT VENTURES OCH FRANCHISE

O&M utgörs av service och underhåll av nätverk. O&M-projekt tillhandahålls vanligtvis genom en franchise eller joint venture med ett lokalt företag. Konsulttjänster ingår i implementering och O&M omfattas av att optimera, förbättra och uppgradera nätverk.

Dagens nätverk bestående av 2G, 3G och 4G är inte designade för att möta efterfrågan för tjänster och produkter inom IoT. Talkpool levererar tjänster och produkter för att bygga nätverk och lösningar till detta verksamhetsområde, som består av fyra produkterna/tjänster:

1. Konsulttjänster inom strategi,
2. Skräddarsydda lösningar specifikt till kunden,
3. Implementering och integrering av IoT-nätverk,
4. O&M.

Talkpools mål är att tillhandahålla appar, enheter och nätverk. Det finns flertalet nätverk för IoT. Talkpools huvudsakliga fokus är på IoT-nätverket Low-Power Wide-Area Network (LPWAN), LoRa och Sigfox. Vidare fokuserar Bolaget på vertikaler inom IoT som smarta byggnader, städer och industri. Verksamhetsgrenen utgör idag en liten del av Bolagets omsättning men flera produkter/tjänster är under utveckling.

Global Partnership Model

Talkpool tillhandahåller en s.k. Global Partnership Platform som består av joint ventures och franchise. Denna modell innebär att lokala partners får tillgång till Talkpools kompetens i form av manualer, kundbaser, leverantörer och administrativa tjänster som HR och redovisning.

I ett joint venture förvärvar Talkpool en majoritet av bolaget. Genom joint ventures uppnår Talkpool ökad riskspridning och bibehåller entreprenörskap. Vidare innehar Talkpool en uppköpsoption i fall bolaget presterar bra och de önskar förvärva hela bolaget. I en franchise äger istället den lokala ägaren hela företaget och Talkpool erhåller en intäktsbaserad avgift. Syftet med franchise är att Talkpool ska kunna få exponering mot marknader utanför Bolagets huvudmarknader utan att ådra sig operativ risk.

Kunder

Talkpool har kontrakt med flertalet stora internationella aktörer inom telekom. Inom nätverksimplementering utgörs kunderna främst av försäljare av nätverksutrustning. Inom O&M så utgörs kunderna främst av nätverksoperatörer. Operatörerna väljer att outsourca O&M för att minska CAPEX och fokusera mer på sin kärnverksamhet. Exempel på Bolagets kunder är Digicel, Tele2, Huawei, Telenor, Ericsson och Deutsche Telekom.

Intäktskällor

Inom TNS får bolaget intäkter dels genom upfront-betalning för implementering av nätverk och dels genom månatliga betalningar från O&M-avtal. Dessa avtal sträcker sig över 2-3 år och förlängs automatiskt om inte kunden aktivt säger upp avtalet. Därmed genererar O&M-avtal förutsägbara återkommande intäkter med god möjlighet till förlängning.

Inom IoT aspirerar Bolaget att tillhandahålla abonnemangstjänster. Vidare vill Bolaget bygga upp IoT-nätverk som ska ge upfront-betalningar. Målet är även att Talkpool ska ansvara för O&M åt IoT-nätverken vilket kommer generera månatliga betalningar från kunden.

O&M GENERERAR ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

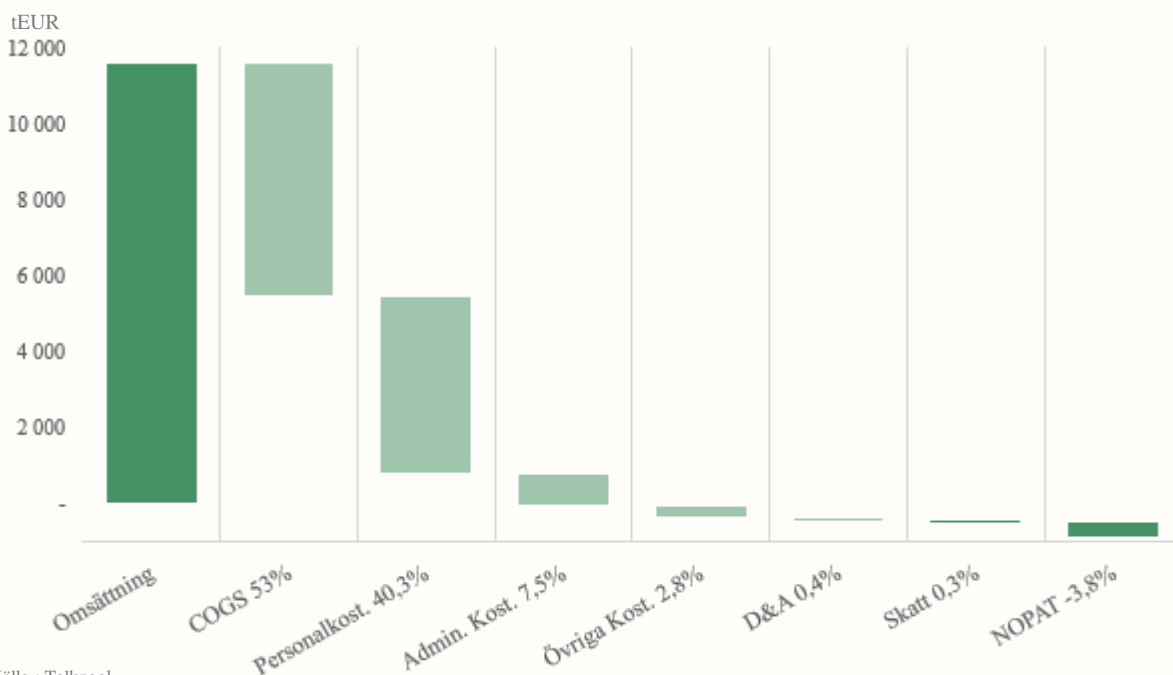
BOLAGSBESKRIVNING

Kostnadsdrivare

Inom TNS drivs kostnaderna främst av kostnad för sålda varor och personalkostnader, medan O&M är till största del personaldrivet. Implementering innebär inköp av kablar, antenner m.m. och drivs således främst av kostnad för sålda varor. Vidare innebär implementering även projektering och utbyggnad, vilket medför personalkostnader. IoT-nätverken har samma kostnadsstruktur som implementering (kostnad för sålda varor och personalkostnader), men utgörs även av mjukvara.

Resultaträkning för 2016

Justerad resultaträkning. Kostnader som andel av omsättning 2016 helår.



Källa : Talkpool

Strategisk utsikt

Talkpools finansiella mål är att omsätta 40 MEUR 2021, med en EBIT-marginal om 8-12 %, vilket ska uppnås både organiskt och genom förvärv. Talkpool avser även att öka sin globala närvaro från 20 till 30 länder, genom att globalt nätverk som baseras på deras s.k. Global Partnership Model. Vidare är Bolagets strategi att använda kassaflödena från TNS till att utveckla lösningar inom IoT, vilken primärt avses göras i Europa. För att uppnå deras finansiella mål så är Bolagets strategi följande:

1. Expandera befintliga TNS-tjänster i lönsamma nischer,
2. Använda kassaflödena från TNS till att utveckla in-house lösningar inom IoT,
3. Assistera kunder att övergå från produkter till tjänster.

**BOLAGETS
OMSÄTTNINGSMÅL 2021
40 MEUR**

MARKNADSANALYS

Marknaden för telekom och nätverkstjänster väntas växa med 13,7 % CAGR fram till 2022

Marknaden för TNS estimeras ha en stabil tillväxt i ett globalt perspektiv, medan de större tillväxtpotentialerna återfinns på de underutvecklade marknaderna, såsom Afrika, Latinamerika och delar av Asien. Marknaden för telekomstyrda tjänster förväntas växa från 11,9 mdUSD till 22,6 mdUSD 2022, vilket ger en sammanlagd årlig tillväxttakt om 13,7% (CAGR).¹ Detta kommer drivas av trender som: ökat antal mobilabonnemang och ökad datatrafik, utläggning av nätverkstjänster från operatörer och teknologisk utveckling.

En ökad användning datatrafik driver tillväxt för TNS-tjänster

Talkpool har kunnat åtnjuta tillväxt i form av uppgraderingar av befintliga nätverk, samt etablering av nya, drivet av kraftigt ökad datatrafik. Den globala mobila datatrafiken, estimeras växa med 57% (CAGR) fram till 2019, en femfaldig ökning från 2013. Penetrationen för mobilabonnemang väntas samtidigt öka från 65 % 2014 till 73 % 2020.²

Vidare, har mobiloperatörer ändrat intäktmodell, där abonnemang som baseras på dataanvändning hamnat i fokus. Detta har resulterat i ökad efterfrågan på nya 3G- och 4G-nätverk, vilket även kommer kräva stora investeringar framgent, både gällande underhåll och utbyggnad, samt som nya lösningar i form av exempelvis 5G-nät. Samtidigt estimeras det att 3G smartphones genererar 37 gånger mer data än traditionella telefoner, medan 4G smartphones genererar nästan tre gånger mer än 3G telefoner.³

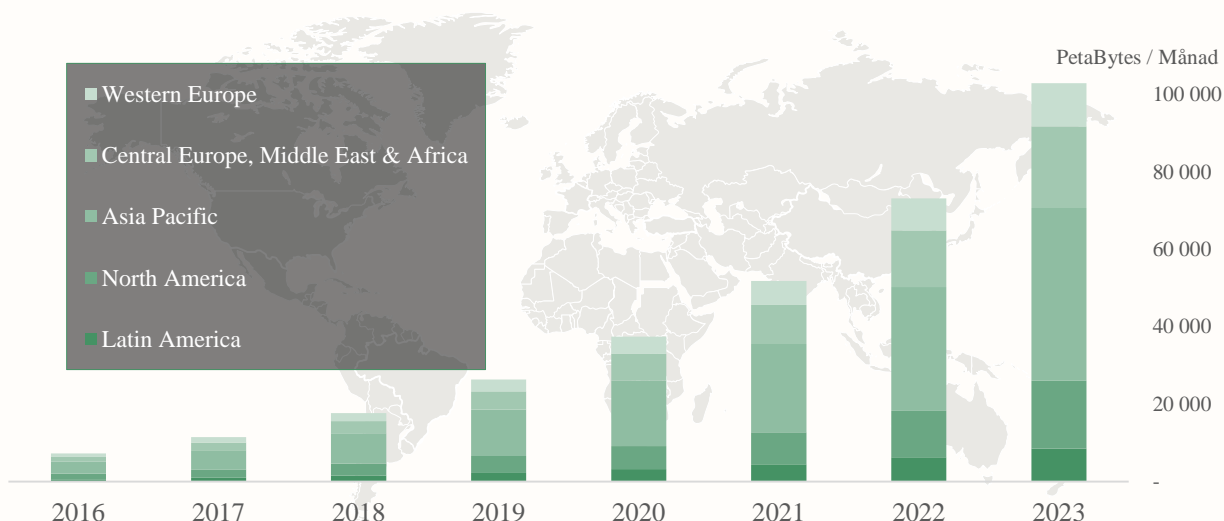
Total mängd data förväntas femdubblas från 2016 till 2019. Etableringen av smartphones har redan ökat kraftigt, med uppmätt penetration om 45 % år 2015, och väntas öka till 65-70 % till 2020, för att sedan stagnera något i tillväxt. Smartphoneuppkopplingen förväntas även öka till 75 % respektive 62 % av totala uppkopplingar till 2020.⁴

AFRIKA OCH
LATINAMERIKA
FÖRVÄNTAS
VÄXA MEST

Afrika och Latinamerika förväntas se de största tillväxtsiffrorna, då telekomtjänster och telefonanvändande estimeras bli allt mer utbredd. Mobilabonnemang väntas öka mellan 7 och 8 procentenheter till 2020 för Afrika söder om Sahara, där Talkpool är välpositionerat med ett antal primärmarknader inom telekomsegmentet.⁴

Datatrafik för smartphones väntas växa med 46 %, i genomsnittlig årstakt.

Datatrafik per region 2016-2023



Källa : Ericsson, "Mobility Report", 2015

¹MarketsandMarkets, 2017. <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/telecom-managed-services-market-117103536.html>

²Talkpool, 2017. Prospekt, 25 september 2017.

³Cisco, Ericsson Mobility Report <https://www.ericsson.com/assets/local/mobility-report/documents/2017/ericsson-mobility-report-june-2017.pdf>

⁴GSMA Global Mobile Economy Report, 2015. <https://www.gsma.com/mobileeconomy/>

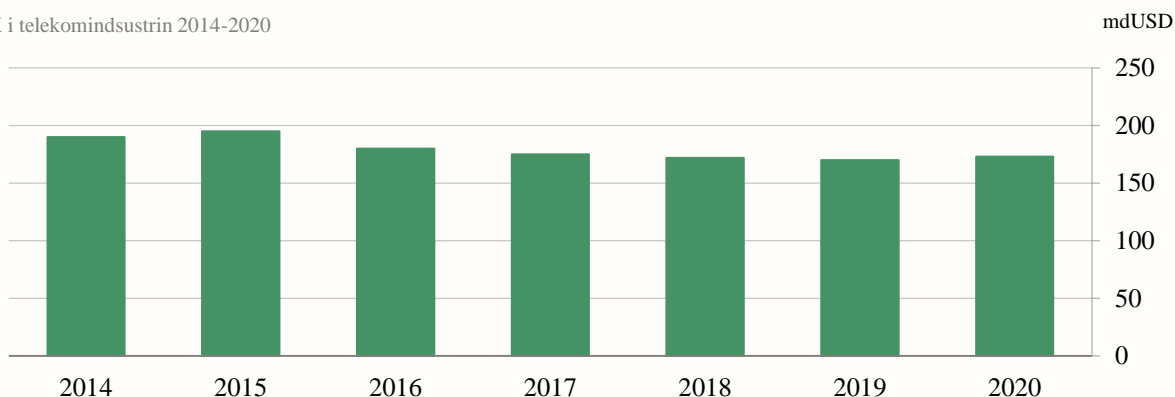
MARKNADSANALYS

Trend mot att operatörer outsourcar TNS-tjänster

Marknaden för TNS, har undergått ett paradigmskifte, där tjänster som tidigare utfördes in-house av operatörerna, kommit att gradvis läggas ut till underleverantörer, i syfte att spara kostnader och fokusera på kärnverksamheten. Data visar att, 2015, så såg telekombranschen en tillväxt i inkomster som minskat från 4,5 % till 4 %, EBITDA-marginaler som minskat från 25 % till 17 % och kassaflödesmarginaler som sjunkit strax över 7 procentenheter.⁵ Denna trend har fortsatt, och resulterat i ett försök till att förbättra kostnadsstrukturen, vilket föranleder utläggning till lokala underleverantörer. I takt med detta, har underleverantörer såsom Talkpool fått ökad betydelse på marknaden för telekomtjänster.

CAPEX i telekomindustrin väntas sjunka fram till 2020.

CAPEX i telekomindustrin 2014-2020



Källa : GSMA Intelligence, 2015

Marknaden för Internet of Things väntas växa 21 % CAGR fram till 2020

IoT syftar till sensorer, enheter och infrastruktur som förses med nätverksuppkoppling, vilket gör att föremål kan sammankopplas trådlöst och utbyta data.

Marknaden för IoT är relativt ung, och framväxten har hittills begränsats av kostnads- och komplexitetsfaktorer. Men trots dessa begränsningsfaktorer, estimerar Ericsson omkring 18 miljarder uppkopplade enheter relaterade till IoT 2020, att jämföra med 5,6 miljarder enheter vid slutet 2016. Detta innebär en CAGR om 21%, drivet av nya användningsområden inom detta segment.

Gartner estimerar liknande siffror, där antalet uppkopplade enheter förväntas uppgå till ca 20,4 miljarder vid 2020, att jämföra med 8,4 miljarder för 2017.⁴ McKinsey estimerar samtidigt ett betydligt bredare spektrum, där antalet uppkopplade enheter förväntas uppgå till mellan 20 och 200 miljarder till 2020, med en marknad som värderas till mellan 4 000 och 11 000 mdUSD vid 2025.⁴ Detta återspeglar den osäkerhet i hur framtiden för IoT kommer att utspela sig.

20,4 MILJADER
ENHETER
ESTIMERAR
GARTNER ATT
IOT-MARKANDEN
UPPGÅR TILL
2020

⁴GSMA Global Mobile Economy Report, 2015. <https://www.gsma.com/mobileeconomy/>

⁵McKinsey, 2017. <https://www.mckinsey.com/industries/telecommunications/our-insights/a-future-for-mobile-operators-the-keys-to-successful-reinvention>

MARKNADSANALYS

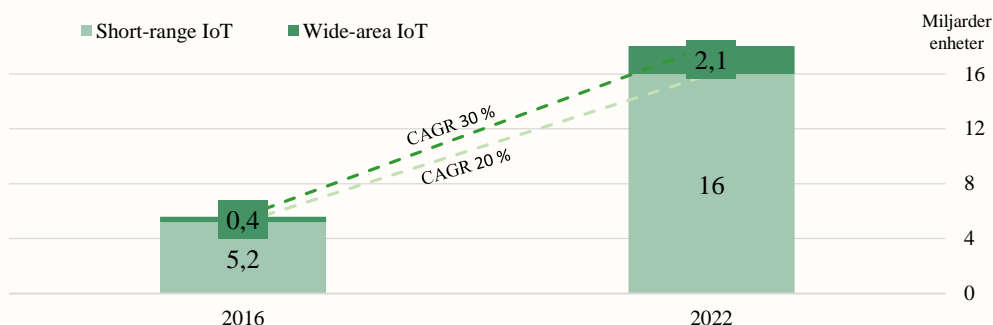
Antal uppkopplade IoT-enheter estimeras växa kraftigt fram till 2022

**30%
TILLVÄXT
VÄNTAS WIDE-
AREA IOT UPPNÅ
ÅRLIGEN TILL
2022.**

IoT fördelas även mellan olika segment, ett kort- respektive långdistanssegment. Kortdistanssegmentet, eller ”Short-range IoT”, som innefattar ett typiskt intervall på upp till 100 meter, till exempel Wi-Fi, Bluetooth och övriga lokala anslutningar. Långdistanssegmentet, ”Wide-area IoT”, består istället av enheter som använder mobila anslutningar, som 4G, 5G och LPWAN. Antalet enheter inom långdistanssegmentet är betydligt färre än kortdistanssegmentet, men estimeras samtidigt till högst tillväxttakt, om 30 % kommande år.⁴ Talkpool är främst positionerat mot det snabbväxande Wide-area IoT.

Antal uppkopplade IoT-enheter väntas öka kraftigt.

Antal uppkopplade IoT-enheter 2016-2022



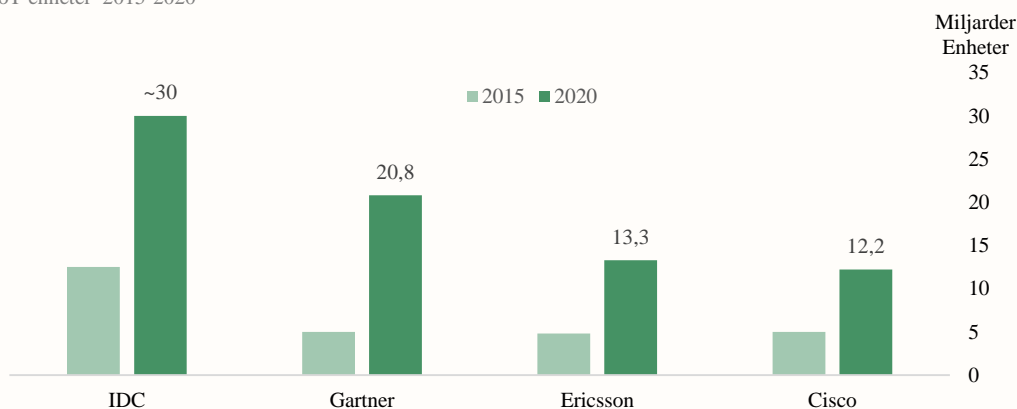
Källa : Ericsson, ”Mobility Report 2016”, 2016

Stor diskrepans mellan olika datakällor ger osäkerhet i faktisk utveckling för IoT

Ovan presenterad källa befinner sig i det betydligt lägre spektrumet av estimerad tillväxttakt för IoT-marknaden. För att mer nyanserat återspegla den osäkerhet som råder, presenteras nedan en översikt av fyra aktörers rapporterade estimat till 2020. Samtliga har en tämligen positiv syn på marknaden för IoT, vilket bådär gott för leverantörer som Talkpool.

Hög tillväxttakt är den gemensamma nämnaren för samtliga IoT-estimat.

Antal uppkopplade IoT-enheter 2015-2020



Källa : Bloomberg Intelligence, 2017

⁴GSMA Global Mobile Economy Report, 2015. <https://www.gsma.com/mobileeconomy/>

FINANSIELL PROGNOSS

Den finansiella prognosen börjar med en omättningsprognos följt av en kostnadsprognos. Omsättningsprognosen är uppdelade efter Talkpools olika verksamhetsområden.

Återkommande intäkter från O&M

Då riskerna och kostnaderna är höga för att byta O&M-leverantör är det svårt för Talkpool att rent organiskt sluta nya O&M-avtal. Därav kommer nya O&M-avtal troligtvis slutas genom att förvärva bolag inom O&M på nya geografiska marknader. Då Bolaget har som strategi att fortsätta växa inom TNS ett par år till antas Talkpool fortsätta sluta O&M-avtal de kommande åren. Vidare antas befintliga O&M-avtal förlängas efter att kontraktstiden löper ut.

Talkpool utvärderar aktivt nya förvärv för att kunna sluta nya O&M-avtal. Givet den underliggande trenden att operatörer outsourcar TNS-tjänster finns goda möjligheter för Talkpool att kapitalisera på denna trend. Talkpool antas sluta ett nytt avtal per år för 2018, 2019 och 2020, ej förvärv inräknat. Ordervärdet för dessa antas uppgå till ett snitt av vad befintliga ordervärden uppgått till per årsbasis.

tEUR	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Befintliga O&M-avtal	4 554	6 354	8 154	8 154	8 154
Nya avtal (ackumulerat)	n.a.	0	1	2	3
Värde nya O&M-avtal	n.a.	n.a.	1 083	2 167	3 250
Totalt omsättningsbidrag	4 554	6 354	9 237	10 321	11 404

Deutsche Telekom väntas driva tillväxt inom implementering

Talkpool har även flertalet implementeringsuppdrag från bl.a. Ericsson, Nokia och Deutsche Telekom. Bolaget antas kunna förlänga dessa ordervärden även framgent, då relationerna till dessa bedöms vara goda. Deutsche Telekom antas bidra med tillväxt då Talkpool succesivt får större ansvar för Deutsche Telekomns planering och projektering av fibernät.

tEUR	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning implementering	7 010	8 010	9 210	9 430	9 672
Tillväxt Y/Y		14 %	15 %	2 %	3 %

TNS-tjänster väntas generera stabila intäkter

Bolaget har som strategi att fortsätta växa inom TNS även framgent och använda kassaflödena från detta för att gradvis utöka verksamheten inom IoT. Då TNS-segmentet estimeras till en fortsatt stark tillväxt under kommande prognosår, bedöms denna strategi som genomförbar. Den kraftiga tillväxttöknigen för 2018 är till stor del hänförligt till konsolidering av förvärv.

tEUR	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning från TNS	11 564	14 364	18 448	19 752	21 079
Tillväxt Y/Y		24 %	28 %	7 %	7 %

FINANSIELL PROGNOSS

Flertalet kontrakt inom IoT

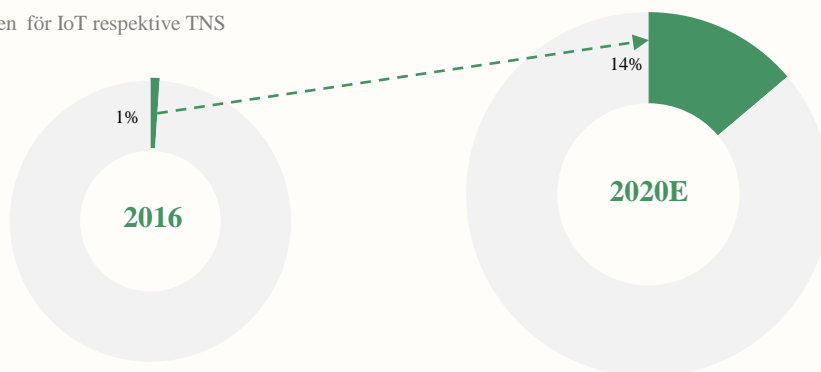
Talkpool har en god positionering och kompetens för att kunna växa inom segmentet IoT. Bolaget har flertalet stora operatörer och försäljare inom telekombranschen som kunder, däribland Digicel, Tele2, Deutsche Telecom, Ericsson, Huawei. Samtliga av dessa bolag kommer att vara med i IoT-utvecklingen. IoT-kontrakt återfinns i Tyskland, Italien, Sverige, Norge, Portugal, Indien, Namibia, Schweiz och USA. Senast under Q4-17 tecknade Talkpool ett uppdragsavtal med Namibiska regeringen, med ett potentiellt värde om 2 mdUSD, vilket är ytterligare ett proof-of-concept för den relativt unga verksamhetsdelen.

Vidare har Talkpool byggt upp erfarenhet av IoT-nätverk då de planerade och byggde IoT-nätverk i flertalet europeiska städer under 2014, vilket resulterat i ett gott anseende inom branschen. Ledningen har lång erfarenhet från både telekom och IoT. Exempelvis har VD Erik Strömstedt mångårig erfarenhet från branschen genom chefsbefattningar på bl.a. Ericsson och IBM. Sammantaget bedöms Talkpool ha goda förutsättningar för att kunna växa kraftigt inom IoT-segmentet under kommande.

Enligt gjorda estimat väntas Talkpool öka sin andel av omsättningen från IoT, från ca 1 % 2016 till ca 14 % 2020. Detta är baserat dels på att Talkpool nyligen erhöll en order om 25 MSEK inom IoT på Haiti, vilket visar på potentialen inom detta segment. Vidare baseras detta på Bolagets strategi och befintliga kontrakt väntas kunna öka i skala. Bolaget har för nuvarande pilotprojekt i åtta länder, med en strategi att uppnå ca. 30-40 % av total omsättning från IoT vid utgången av 2020. Exkluderat förvärvsdriven tillväxt bedöms IoT ha möjlighet att uppnå 14 % av total omsättning 2020E.

Bolagets IoT väntas öka från 1 % (2016) till 14 % 2020E som andel av omsättning.

Andel av omsättningen för IoT respektive TNS



Källa: Analyst Group

tEUR	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättningsbidrag från IoT	122	600	1 000	3 000	5 000
Tillväxt Y/Y		392 %	67 %	200 %	67 %

P/EBITDA 3x
VAR FÖRVÄRVS-
MULTIPELN FÖR
LCC PAKISTAN

Förvärv och konsolidering

I början av september slutförde Talkpool förvärvet av LCC Pakistan. Bolaget förvärvades till en P/EBITDA-multipel om 3. LCC Pakistan omsatte 9,9 MEUR med en EBITDA-marginal om 15 % 2016. Förvärvet innebär att Talkpool nästan dubblar omsättningen. Förvärvet är i linje med Talkpools kompetens då styrelseordförande, Constantinus Schreuder, tidigare arbetade för LCC Pakistan 2002-2015. LCC Pakistan har ca 1000 anställda och är verksamma både inom TNS-tjänster och IoT-lösningar. Förvärvet innebär att Talkpool kan kapitalisera på ny kompetens, samtidigt som Bolaget tillförs en utökad geografisk närvaro i Mellanöstern. Konsolidering av förvärvet antas gälla för Q4 och framåt. Proformasiffror för LCC Pakistan och Talkpool ger ett EV/EBITDA om 7-8x, vilket kan jämföras med Talkpools nuvarande värdering (R12M) om 31,5x EBITDA.

tEUR	Omsättning	EBITDA-%	P/EBITDA
LCC Pakistan	9 875	15 %	3
Talkpool	11 571	-3 %	neg.

FINANSIELL PROGNOSES

Sammanfattningsvis väntas Talkpool omsätta 36 MEUR 2020E

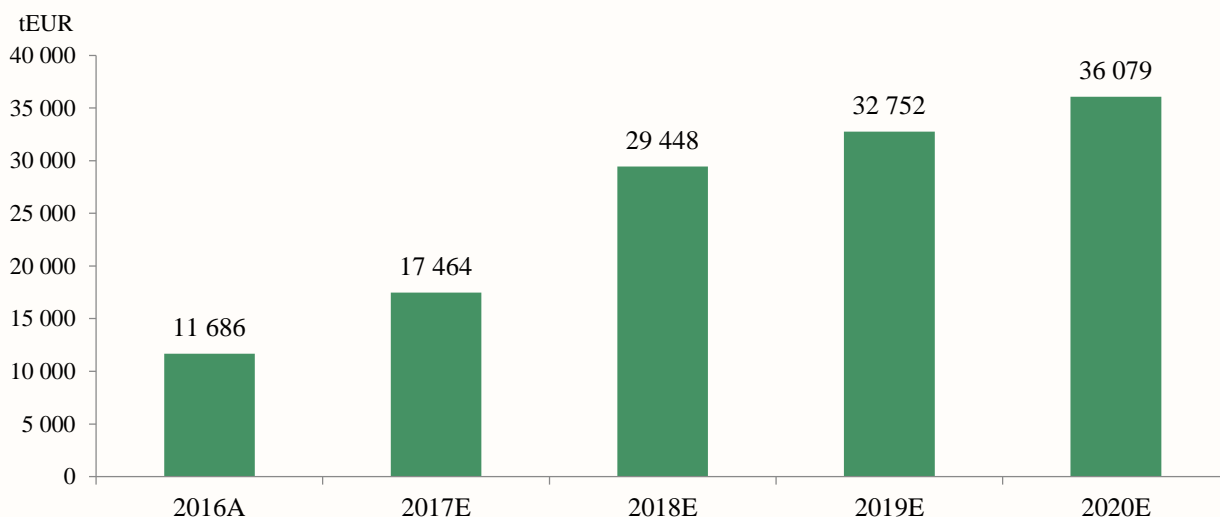
I nedanstående tabell är samtliga estimat konsoliderade för TNS (O&M och Implementering), IoT och förvärvet av LCC Pakistan.

tEUR	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	17 464	29 448	32 752	36 079
Tillväxt Y/Y	51 %	69 %	11 %	10 %

Den starka tillväxten om 69 % för 2018 beror främst på att LCC Pakistan bidrar med intäkter i paritet med Talkpool innan förvärvet.

Omsättningsprognos inkluderat alla verksamhetsområden fram till 2020E.

Omsättningsprognos fram till 2020E



Källa: Analyst Group

Kostnadsprognos

Talkpool redovisar flera kostnadsposter samlade till en kostnadspost men i den finansiella prognosen är kostnaderna utbrutna efter funktion. Exempelvis redovisar Talkpool en del av personalkostnader som kostnad för sålda varor och avskrivningar som administrativa kostnader. Därav kan en del av de redovisade siffrorna i denna text skilja sig från Bolagets redovisade kostnader.

Kostnad sålda varor

För verksamhetsområdet TNS antas kostnad sålda varor uppgå till snittet av de senaste två årens kostnad sålda varor, vilken uppgår till 60 % av omsättningen. För IoT-området antas kostnad sålda varor uppgå till 45 % av omsättningen. Utbyggnaden av IoT-nätverk är kapitalintensiv men mjukvara såsom appar är mindre kapitalintensiv vilket gör att kostnad sålda varor för IoT estimeras vara lägre än för TNS.

Rörelsekostnader

Förvärvet av LCC Pakistan gör att Bolaget går från 300 till ca 1 300 anställda. Personalkostnader väntas därmed öka till följd av förvärvet från LCC Pakistan. Vidare väntas Talkpool behöva anställa ingenjörer i Tyskland till följd av intensifierat samarbete med Deutsche Telekom. Utöver detta väntas antalet anställda stiga i takt med antalet O&M-kontrakt.

Administrativa kostnader och övriga externa kostnader drivs av omsättningen och beräknas främst utifrån historiska andelar av omsättningen.

**FÖRBÄTTRADE
MARGINALER
GENOM ÖKAT
FOKUS PÅ IOT**

FINANSIELL PROGNOSES

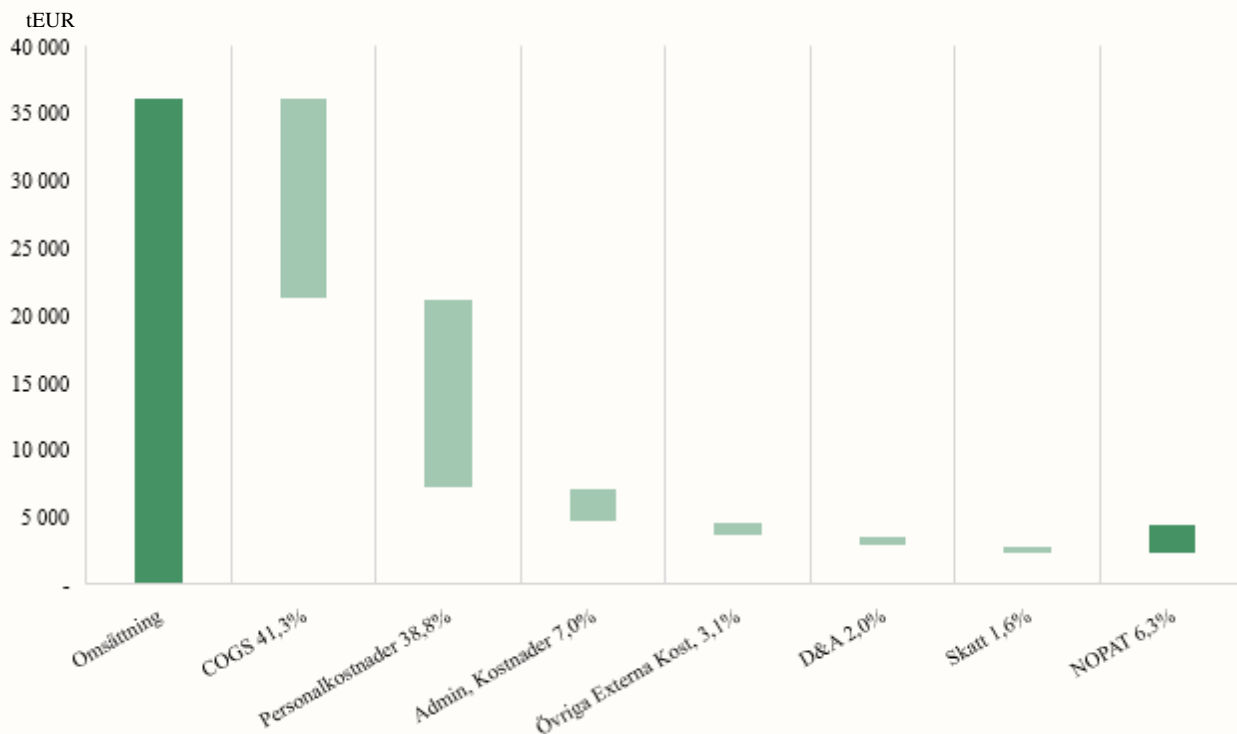
Marginaler

EBITDA-marginalen väntas stärkas från negativt 2016 till 10 % 2020. En stor del av marginalförbättringen är hänförligt till förvärvet av LCC Pakistan. Vidare kan marginalförbättring härledas till en större andel försäljning IoT, som estimeras hålla högre bruttomarginaler.

(tEUR)	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
EBITDA	-402,7	742,6	1988,0	2742,0	3556,9
EBITDA-marginal	Neg.	4 %	7 %	8 %	10 %

Kostnadsprognos 2020.

Kostnader och som andel av omsättning, 2020E



Källa: Analyst Group

KASSAFLÖDESVÄRDERING – BASE SCENARIO

Explicit prognosperiod

För att värdera Talkpool används en diskonterad kassaflödesmetod med två olika metoder för att beräkna slutvärdet. DCF-värdet baseras på ovan gjorda prognoser av omsättning, kostnader och marginaler, men även ytterligare antaganden som kommer presenteras längre ner.

Kassaflödena diskonteras med en WACC (Weighted Average Cost of Capital) om 12,5 %. Avkastningskrav på eget kapital baseras på en riskpremie och riskfri ränta. Riskpremie sätts till 6,4 %, utifrån ett normaliserat genomsnitt. Den riskfria räntan sätts till 2 %, även denna normaliserad. Sammanfattningsvis uppgår avkastningskravet på aktiekapital till 8,4 %. För att återspegla risken som finns i Talkpools storlek används även en storlekspremie. Denna storlekspremie sätts till 4,1 %, vilken baseras på Duff and Phelps riskstudie.⁶ Då bolaget har en nettokassa beräknas inte avkastningskrav för lån.

Investeringstakten (CAPEX) drivs dels genom historisk kapitalbindning i relation till förändring i omsättning, vilken estimeras till en högre nivå initialt till följd av satsningen på IoT, för att sedan avta mot avskrivningarna. Den höga tillväxten medför även att bolaget binder mer rörelsekapital. Detta resulterar i att Talkpool estimeras ha en negativ FCFF-marginal fram till 2018E, som sedan sakta uppgår till 7 %, där den stabiliseras för sista prognosåret, 2025. Avvikelsen i FCFF-tillväxt 2022-2023 beror på att avskrivningstiden på nuvarande avskrivningar löper ut.

Talkpool estimeras uppnå en stark FCFF-tillväxt, främst drivet av marginalförbättringar följt av god tillväxt inom IoT-segmentet. FCFF estimeras växa med CAGR 20 % fram till 2022E, men normaliseras därefter till omkring 2 %. Vidare diskonteras prognosperiodens kassaflöden med en WACC om 12,5 % vilket summerar till ett nuvärde om ca 76 MSEK. Detta utgör omkring 40 % av det totala bolagsvärdet, där ca 60 % blir hänförligt ett evighetsvärde för resterande kassaflöden.

7,0%
FCFF-MARGINAL

tEUR	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättning	17 463,6	29 447,9	32 752,2	36 078,6	38 344,8	40 037,6	41 619,7	42 940,0	43 861,1
FCFF-marg.	Neg.	Neg.	3,5 %	5,0 %	6,5 %	7,0 %	6,7 %	7,0 %	7,0 %
FCFF-tillväxt	N/A	N/A	N/A	57 %	39 %	12 %	0 %	7 %	2 %

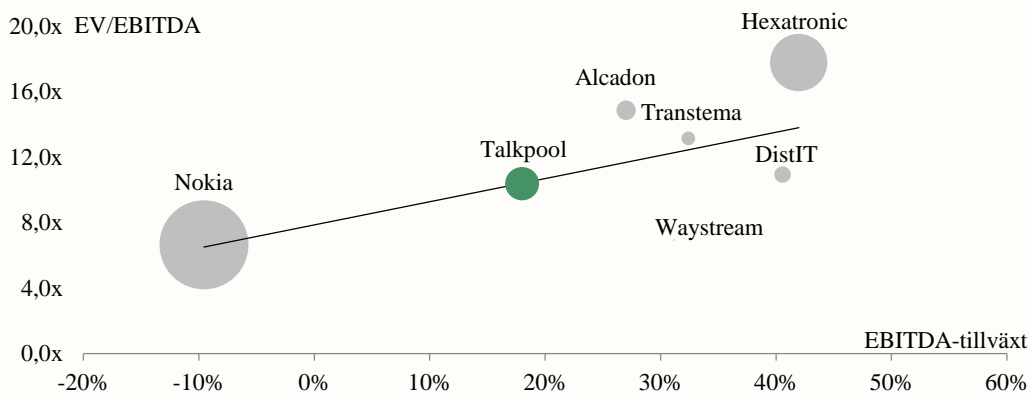
Slutvärde

För Bolagets prognostiserade slutvärde har två metoder använts som underlag, dels en multipelmetod som utgått ifrån en regressionsanalys och dels ett tillväxttal på Bolagets fria kassaflödestillväxt i Terminal State.

10,4x EBITDA
UTIFRÅN
REGRESSIONS-
ANALYS

I multipelmetoden sätts en targetmultipel baserat på en regression av peers rullande värdering och estimerade EBITDA-tillväxt. Peer-gruppen utgörs av ett urval av Bolag verksamma inom samma segment och som har liknande riskprofil. Peers utgörs av bolag med positivt rörelseresultat (EBITDA): Nokia, Waystream, Alcadon, Hexatronic, Transtema och DistIT. Slutvärdet baseras på prognosperiodens sista EBITDA-värde multiplicerat med targetmultipeln.

Multipelregression



Källa: Analyst Group

⁶PWC, 2017. <https://www.pwc.se/sv/publikationer/corporate-finance/riskpremiestudien-2017.html>

KASSAFLÖDESVÄRDERING – BASE SCENARIO

Värderas till 46 SEK i base scenario

46 SEK
I ETT BASE
SCENARIO

Slutvärdena för respektive metod (oändlighetsmetoden och multipelmetoden) tilldelads lika viktning. Tillsammans med nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena, beräknas ett nuvärde för oändlighetsmetoden om ca 240 MSEK, medan multipelmetoden ger ca 201 MSEK. Justerad för nettokassan och antalet utstående aktier, indikerar de ett aktiepris om 50,2 respektive 42,4 SEK. Tillför de samma viktning ges ett indikerat aktiepris om ca 46 SEK.

Till följd av den stabila verksamheten i TNS, samt Talkpools respektive LCC Pakistans långa historik, har ingen probability of failure antagits. Istället presenteras ett bull och ett bear scenario som ska illustrera ett spektrum av Bolagets potentiella framtida utveckling, och återspegla vilken värdering detta resulterar i.

(EUR)	EV (Prognosperiod)	EV (Multipelmetod)	EV (Oändlighetsmetod)	Nettoskuld (Kassa)	Antal aktier (Miljoner)	Motiverat värde (Multipelmetod)	Motiverat värde (Oändlighetsmetod)	Likavärdes- viktat
Prognos- värde	15 647	58 990	48 914	-717	4 900	50,2 SEK	42,4 SEK	46,3 SEK
Nuvärde	7 556	23 959	20 146					

Känslighetsanalys

Till följd av en rad antaganden som tillfaller denna metod, där det återfinns en viss osäkerhet gällande tillväxt, val av multipel och diskonteringsränta, presenteras två känslighetsanalyser nedan. Dessa visar hur det slutgiltiga prognostiserade bolagsvärdet per aktie förändras utifrån olika antaganden. Värdet som presenteras i grön färg är större än det indikerade aktiepriset medan röd färg är lägre.

Känslighetsanalys

Oändlighetstillväxt, EBITDA-multipel och WACC

		WACC					WACC						
		14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %			14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %
Oändlighets- tillväxt	2,0 %	31,9	35,5	39,8	45,0	51,5	EV/EBITDA- Multipel	8,4x	38,5	41,1	43,8	46,7	49,9
	2,5 %	32,7	36,5	41,0	46,7	53,7		9,4x	41,3	44,0	47,0	50,2	53,6
	3,0 %	33,5	37,6	42,4	48,5	56,3		10,4x	44,1	47,0	50,2	53,6	57,3
	3,5 %	34,5	38,7	44,0	50,6	59,1		11,4x	46,9	50,0	53,4	57,1	61,0
	4,0 %	35,5	40,1	45,7	53,0	62,5		12,4x	49,6	53,0	56,6	60,5	64,8

Källa: Analyst Group

BULL & BEAR

68 SEK
I ETT BULL
SCENARIO

Bull scenario

I ett bull scenario antas IoT-området driva ytterligare omsättningstillväxt. Bolaget antas nå samma omsättning inom verksamhetsområdet TNS. Talkpool har i dagsläget flertalet kontrakt både vad gäller implementering och underhåll av nya IoT-nätverk. Kontrakten sträcker sig över Tyskland, Italien, Sverige, Norge, Portugal, Indien, Schweiz och USA. Flertalet av dessa kontrakt driver omsättning.

Talkpool väntas öka sin andel av omsättningen från IoT, från ca 1 % 2016 till ca 20 % 2020. Detta är baserat på Bolagets strategi och att befintliga kontrakt väntas resultera i större ordervärden. Till följd av en ökad andel av total försäljning utgörs av det mer lönsamma segmentet IoT-tjänster kommer bruttomarginalen och tillika EBITDA-marginalen förbättras.

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E-2025E	Slutvärde (Multiplmetod)	Slutvärde (Oändlighetsmetod)
Omsättning	17463,6	30447,9	34752,2	39078,6	41344,8	168458,3		
FCFF	Neg.	Neg.	1346,4	2361,3	3463,3	11682,9	36784,2	28486,9
FCFF-marginal	Neg.	Neg.	3,9 %	6,0 %	8,4 %	Ca 9 %		
FCFF-growth %	N/A	N/A	N/A	75 %	47 %	7 % (snitt)		

Kassaflödesvärdering

I kassaflödesvärderingen tillämpas samma metod som beskrivits i den finansiella prognosen. Tillsammans med nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena, beräknas ett nuvärde för oändlighetsmetoden om ca 285 MSEK, medan multiplmetoden ger ca 368 MSEK. Justerad för nettokassan och antalet aktier, indikerar de ett aktiepris om 76,3 respektive 59,4 SEK. Tillförs de samma viktning ges ett indikerat aktiepris om ca 68 SEK.

(tEUR)	EV (Prognosperiod)	EV (Multiplmetod)	EV (Oändlighetsmetod)	Nettoskuld (Kassa)	Antal aktier (Miljoner)	Motiverat Nuvärde (Multiplmetod)	Motiverat Nuvärde (Oändlighetsmetod)	Likavärdes- viktat
Prognos- värde	21388	91855	69930					
Nuvärde	10117	36784	28487	-717	49000	76,3 SEK	59,4 SEK	67,9 SEK

Känslighetsanalys

Till följd av en rad antaganden som tillfaller denna metod, där det återfinns en viss osäkerhet gällande tillväxt, val av multipl och diskonteringsränta, presenteras två känslighetsanalyser nedan. Dessa visar hur det slutgiltiga prognostiserade bolagsvärdet per aktie förändras utifrån olika antaganden. Värdet som presenteras i grön färg är större än det indikerade aktiepriset medan röd färg är lägre.

Känslighetsanalys

Oändlighetstillväxt, EBITDA-multipl och WACC

		WACC					WACC						
		14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %			14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %
Oändlighets- tillväxt	1,5 %	45,5	50,8	53,9	60,9	69,6	EV/EBITDA- Multipl	9,0x	60,2	64,2	66,4	71,0	76,0
	2,0 %	46,6	52,3	55,5	63,1	72,5		10,0x	64,6	69,0	71,4	76,3	81,7
	3,0 %	49,3	55,7	59,4	68,2	79,4		11,0x	69,0	73,8	76,3	81,7	87,5
	3,5 %	50,8	57,7	61,7	71,3	83,6		12,0x	73,5	78,6	81,3	87,0	93,2
	4,0 %	52,5	59,9	64,2	74,7	88,5		13,0x	77,9	83,3	86,2	92,3	99,0

Källa: Analyst Group

BULL & BEAR

25 SEK I ETT BEAR SCENARIO

Bear scenario

I ett bear scenario antas Talkpool inte lyckas med deras IoT-satsning. Bolaget antas nå samma omsättning inom verksamhetsområdet TNS, som i ett base scenario. Talkpool har i dagsläget flertalet kontrakt både vad gäller implementering och underhåll av nya IoT-nätverk. I detta scenario antas IoT-kontrakten förnyas i mycket lägre grad än i base scenariot, vilket resulterar i att omsättningen primärt drivs av TNS.

Talkpool antas inte kunna öka sin andel av omsättningen från IoT utan antas i framtiden få in pilot- och testprojekt men inga faktiska ordervärden. Som följd av att IoT-delen inte växer förbättras inte Bolagets bruttomarginaler och EBITDA-marginaler.

Vidare identifieras den risk som förekommer vid konsolidering av förvärvet LCC Pakistan, som till en början kommer att utgöra närmare halva Bolagets omsättning. Till följd av detta, lyckas bolaget i ett bear scenario inte skapa mervärde av förvärvet, och försäljningstillväxten stagnerar. Att döma av LCC Pakistans kraftigt högre marginaler än Talkpool identifieras dock ett visst värdeskapande.

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E-2025E	Slutvärde (Multiplmetod)	Slutvärde (Oändlighetsmetod)
Omsättning	17263,6	29247,9	30952,2	32678,6	33344,8	168458,3		
FCFF	Neg.	Neg.	1955,2	2074,9	2174,0	11682,9	11811,4	11749,8
FCFF-marginal	Neg.	Neg.	6,3 %	6,3 %	6,5 %	Ca 4 %		
FCFF-growth %	N/A	N/A	N/A	6 %	5 %	-15 % (snitt)		

Kassaflödesvärdering

I kassaflödesvärderingen tillämpas samma metod som beskrivits i den finansiella prognosen. Tillsammans med nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena, beräknas ett nuvärde för oändlighetsmetoden om ca 117 MSEK, medan multiplmetoden ger ca 118 MSEK. Justerad för nettokassan och antalet utstående aktier, indikerar de ett aktiepris om 25,4 respektive 25,5 SEK. Tillför de samma viktning ges ett indikerat aktiepris om ca 25,4 SEK.

(tEUR)	EV (Prognosperiod)	EV (Multiplmetod)	EV (Oändlighetsmetod)	Nettoskuld (Kassa)	Aktier (Miljoner)	Motiverat värde (Multiplmetod)	Motiverat värde (oändlighetsmetod)	Likavärdes- viktat
Prognos- värde	12224	24679	24516	-716	4900	25,5 SEK	25,4 SEK	25,4 SEK
Nuvärde	7098	11811	11750					

Känslighetsanalys

Till följd av en rad antaganden som tillfaller denna metod, där det återfinns en viss osäkerhet gällande tillväxt, val av multipl och diskonteringsränta, presenteras två känslighetsanalyser nedan. Dessa visar hur det slutgiltiga prognostiserade bolagsvärdet per aktie förändras utifrån olika antaganden. Värdet som presenteras i grön färg är större än det indikerade aktiepriset medan röd färg är lägre.

Känslighetsanalys

		WACC					WACC						
		14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %			14,5 %	13,5 %	12,5 %	11,5 %	10,5 %
Oändlighets- tillväxt	2,0 %	21,0	22,5	24,4	26,6	29,2	EV/EBITDA- Multipl	5,3x	9,0	21,9	22,9	24,0	25,2
	2,5 %	21,3	22,9	24,8	27,2	30,1		6,3x	22,0	23,1	24,2	25,4	26,8
	3,0 %	21,6	23,3	25,4	27,9	31,0		7,3x	23,2	24,3	25,6	26,9	28,3
	3,5 %	21,9	23,7	25,9	28,6	32,1		8,3x	24,3	25,6	26,9	28,3	29,8
	4,0 %	22,3	24,2	26,6	29,5	33,3		9,3x	25,5	26,8	28,2	29,7	31,4

Källa: Analyst Group

VÄRDERING

I värderingen sammanfattas de tre kassaflödesvärderingarna från base, bull och bear scenariot till ett intervall.

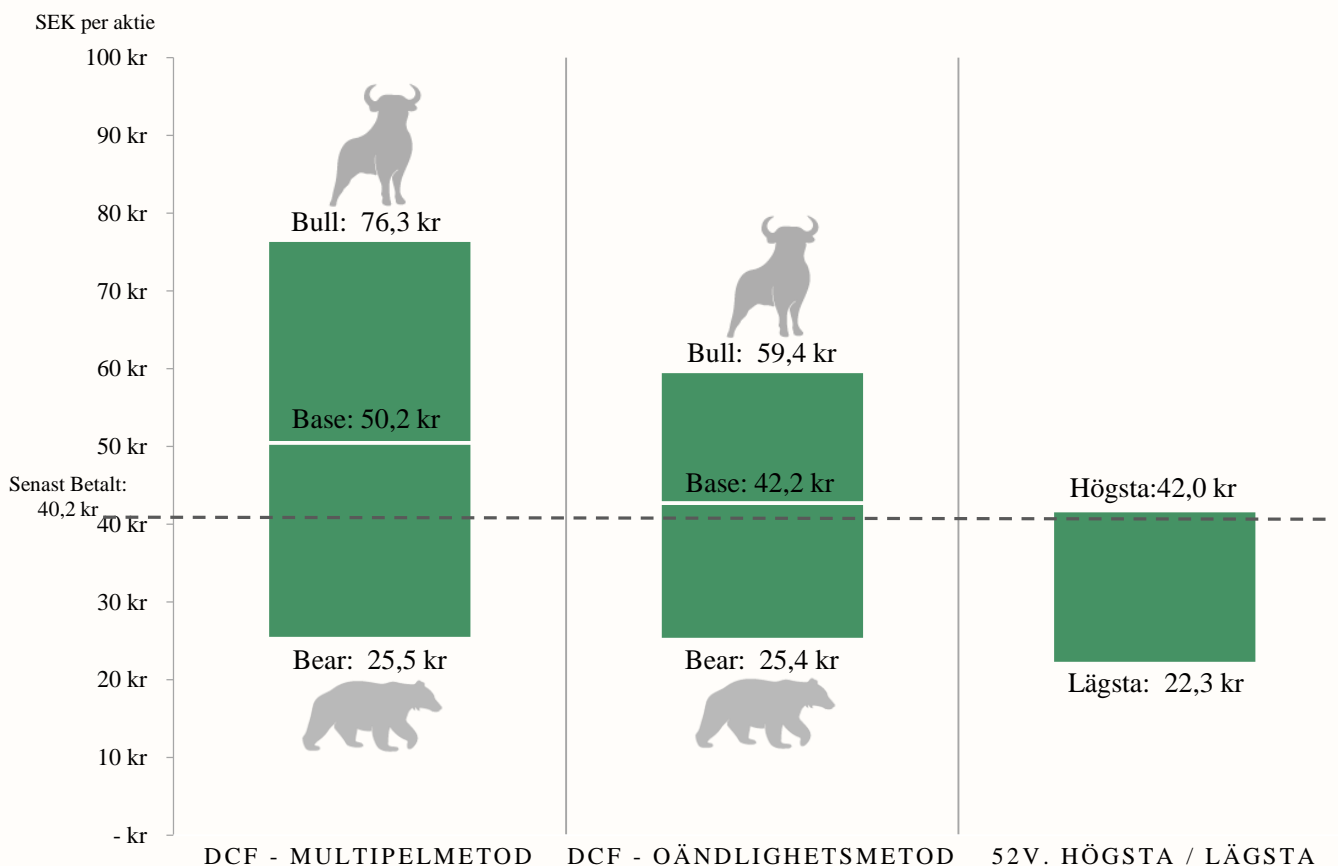
Sammanfattning

I ett base scenario värderas Talkpool till 46 kr, i ett bull scenario 68 kr och i ett bear scenario 25 kr. Således uppgår värderingsintervallet till 25-68 kr. De tre värdena är baserat på de två DCF-metoderna: multipelmetoden och evighetsmetoden. De två DCF-värdena likaviktas till ett värde för respektive scenario. Anledningen till att multipelmetoden ger ett högre värde än oändlighetsmetoden är för att Bolaget väntas växa kraftigt de första åren av prognosperioden, vilket resulterar i en kortvarig hög EBITDA-tillväxt. Således ger regressionen en hög targetmultipel eftersom EBITDA-tillväxt är hög i början av prognosperioden. Denna är därför justerad utifrån ett snitt av framtida tillväxttakt, för att återspegla en mer rättvis värdering. Trots detta blir värdet högt, och multipelmetoden bör ses med försiktighet. I ett bear scenario är tillväxten låg under prognosperioden, vilket minskar diskrepansen mellan de olika metoderna.

Det breda värderingsintervallet återspeglar risken, men också möjligheterna vid en eventuell investering. En stor del av de väsentliga skillnaderna är hänförliga till utvecklingen av IoT-segmentet. I ett bear scenario lyckas inte Bolaget inom IoT medan de i ett bull scenario växer detta segment kraftigt. Vidare finns en stabilitet i Talkpools verksamhet i form av TNS-tjänsterna O&M och implementering. Avtalen på dessa tjänster är långa och kännetecknas av återkommande intäkter. Därmed begränsas nedsidan, i relation till uppsidan från dagens kurs.

Talkpool har själva uttalad strategi om att förvärva en del av tillväxten för att nå sina målsättningar. Finansiella prognoser och värdering har dock baserats uteslutande på befintlig verksamhet och organisk tillväxt, eftersom det råder stor osäkerhet kring förvävsobjekt och förvävsmultiplar.

Kassaflödesvärdering – Sammanfattning



Källa: Analyst Group

LEDNING & STYRELSE



Erik Strömstedt, Verkställande direktör

Erik Strömstedt tillträdde som VD 2005 och sitter i styrelsen för flertalet av Talkpools dotterbolag. Strömstedt har en civilingenjörsexamen i industriell ekonomi från Linköpings Tekniska Högskola. Vidare har Strömstedt mångårig erfarenhet från branschen genom chefsbefattningar på bl.a. Ericsson och IBM. *Äger 262 545 aktier i Talkpool (5,39 % av aktierna)*



Hanna Rubensson, CFO

Hanna Rubensson är CFO i Bolaget och tillträdde posten 2016 som konsultanställd. Rubensson har en ekonomexamen från Stockholms Universitet. Vidare har hon erfarenhet som revisor från KMPG och har jobbat på Grant Thorntons corporate finance-avdelning. *Äger 0 aktier i Talkpool (0 % av aktierna)*



Magnus Andersson, COO

Magnus Andersson är COO i Talkpool sedan 2013 och sitter i styrelsen för flertalet av Talkpools dotterbolag. Andersson har mångårig erfarenhet från telekombranschen genom ledningspositioner på bland annat Ericsson och Orange. Vidare har Andersson en civilingenjörsexamen i elektroteknik från Kungliga Tekniska Högskolan och en Executive Master of Business Administration från Swiss Business School. *Äger 1 500 aktier i Talkpool (0,03 % av aktierna)*



Magnus Sparrholm, Styrelseordförande

Magnus Sparrholm är styrelseordförande sedan 2004 och sitter i styrelsen för flertalet av Talkpools dotterbolag. Sparrholm grundade Talkpool 2000 och har en bakgrund som civilingenjör i teknisk fysik från Lunds Tekniska Högskola. Vidare sitter Sparrholm som Managing Director på Highstream GmbH. *Äger 970 000 aktier i Talkpool (19,91 % av aktierna)*



Beate Rickert, Styrelseledamot

Beate Rickert är styrelseledamot sedan 2015. Rickert har en doktorsexamen i internationell rätt och har erfarenhet från telekomindustrin genom befattningar från bl.a. Siemens. Utöver sitt styrelseledamotuppdrag i Talkpool är Rickert även Managing Director på KPR Capital GmbH. *Äger 60 000 aktier i Talkpool (1,23 % av aktierna)*



Stefan Lindgren, Styrelseledamot och CTO

Stefan Lindgren är även CTO (Chief Technology Officer) i koncernen och Managing Director för dotterbolaget Talkpool Sweden. Sedan 2015 är han även styrelseledamot och sitter i styrelsen för flertalet av Talkpools dotterbolag. Lindgren har en bakgrund som civilingenjör i fysik från Uppsala Universitet och har lång erfarenhet från branschen genom chefsbefattningar från bland annat Ericsson. *Äger 51 181 aktier i Talkpool (1,05 % av aktierna)*



Constantinus Schreuder, Styrelseledamot

Constantinus Schreuder är styrelseledamot sedan 2016 och har en kandidatexamen från Technical Business School i Eindhoven. Schreuder har erfarenhet från Ericsson, Detron och LCC, där han har haft olika chefsbefattningar. Vidare är Schreuder Director i Talkpools dotterbolag Camouflage och Technetix. Schreuder har även suttit som Managing Director i LCC de senaste fem åren. *Äger 0 aktier i Talkpool (0 % av aktierna)*



Wolfgang Essig, Styrelseledamot

Wolfgang Essig är styrelseledamot sedan 2014. Utöver sin ledamotspost är han grundare och VD för Fidelio Group AG. Han är även aktiv som styrelseledamot för Latus GmbH, KIWI Security Software GmbH och iQser Holding AG. *Äger 0 aktier i Talkpool (0 % av aktierna)*

APPENDIX

	2016	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning	11 571 073	17 463 573	29 447 906	32 752 240
Totala intäkter	11 571 073	17 463 573	29 447 906	32 752 240
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-8 882 595	-8 882 595	-11 511 617	-13 193 713
Bruttoresultat	2 688 478	8 580 978	17 936 290	19 558 527
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	<i>23%</i>	<i>49%</i>	<i>61%</i>	<i>60%</i>
Personalkostnader	-4 665 289	-6 050 000	-13 000 000	-13 500 000
Administrationskostnader	-862 341	-1 214 372	-2 047 731	-2 277 506
Övriga Externa	-327 388	-573 963	-0 900 517	-1 039 004
EBITDA	-5 149 857	742 643	1 988 041	2 742 016
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-45%</i>	<i>4%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>
EBIT	-5 194 028	698 472	1 746 069	2 089 787
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-45%</i>	<i>4%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
NOPAT	-4 154 184	558 638	1 396 506	1 671 412
<i>NOPAT-marginal</i>	<i>-36%</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Värdering	2016	2017E	2018E	2019E
EV/Sales	1.3x	0.9x	0.5x	0.5x
EV/EBITDA	-2.9x	20.2x	7.6x	5.5x
EV/EBIT	-2.9x	21.5x	8.6x	7.2x
EV/NOPAT	-3.6x	26.9x	10.7x	9.0x

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Analytikerna äger inte aktier i bolaget.

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE