



ACCESS
RAMP

UPPDRAGSANALYS
14 mars 2019

ADDERACARE
ANALYSGUIDEN

Innehåll

| | |
|--|----|
| Fokus på lönsamheten | 2 |
| Temperatur | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk | 3 |
| Bolagets historik..... | 4 |
| Kort om affärsmodellen..... | 4 |
| Risker | 4 |
| Förvävsrisk..... | 5 |
| Finansieringsrisk..... | 5 |
| Finansiellt..... | 5 |
| Förvävsdriven tillväxt ställer krav på leverans..... | 5 |
| Prognoser & Värdering | 7 |
| DCF – Bas scenario..... | 7 |
| Sammanfattning värdering | 8 |
| Disclaimer | 10 |

Fokus på lönsamheten

AdderaCare har haft en blandad resultatutveckling under 2018. Det tredje kvartalet var klart sämre, medan kvartal 4 var ett steg i rätt riktning. Det är tydligt att bolaget har haft resursbrist att hittills ta hand om alla förvärvade bolag på rätt sätt. Det är troligt att resultaten förbättras under 2019. I vårt bas-scenario ser vi ett värde på 9,4 kronor per aktie.



AdderaCare koncernen började byggas upp under 2013. Sedan dess har förvärv skett i snabb takt med början av bolaget KomikKapp AB (2013) och Trident AB (2015). Bolaget tog in kapital under 2016 inför listningen på First North. Affärsidén har varit att skapa en koncern av lönsamma bolag inom hjälpmedelssektorn. Detta drivet av att bolaget har identifierat ett ökat behov av hjälpmedel till olika grupper i samhället. En allt större del av befolkningen kommer att bli allt äldre och ställa större krav på livskvalitet. AdderaCare strategi bygger på att addera bolag genom förvärv inom hjälpmedelssektorn. Bolagets egna mål är att under uppbyggnadsfasen växa med mellan 30 till 50 procent främst genom förvärv. Resultatutvecklingen under året har varit väldigt slagig där det första och tredje kvartalet har varit svaga beroende på flera faktorer däribland den hårda vinter som drabbade främst Trident. Utöver det hade VD Michael Hermansson inte haft den tid som krävdes för att styra Trident till ett tillfredställande resultat. Även om det andra kvartalet vände resultatet till det bästa hittills blev utvecklingen under det tredje kvartalet avsevärt sämre. Det blev en viss återhämtning under det fjärde kvartalet där resultatet blev ungefär som väntat. VD Michael Hermansson har även bestämt sig för att lämna bolaget vilket även det kortsiktigt kan ge en ökad osäkerhet. Vi har även förutom vårt bas-scenario vilket ger ett värde på 9,4 (13,8) kronor per aktie modulerat med ett mer positivt-(Bull) och ett mer negativt scenario (Bear). Det ger ett aktievärde på 13,5 (18,5) kronor för Bull och 6,7 (9,8) kronor för Bear. I våra långsiktiga prognoser har vi inte lagt in några förvärv. Vi räknar med en tillväxt för koncernen på mellan 4 och 5 procent per år under prognosperioden. Vidare räknar vi med att rörelsemarginalen (EBITDA) gradvis förbättras och toppa på 11 procent år 2023/2024.

Datum: 14 mars 2019
Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Addera Care AB (publ)
Lista: NASDAQ FIRST NORTH
Vd: Michael Hermansson
Styrelseordförande: Per Nilsson
Marknadsvärde: 92 MSEK
Senast: 5,3 SEK
Kort om Addera Care: Bolaget har sedan starten 2013 växt snabbt genom förvärv. Totalt har bolaget förvärvat fem bolag varav det nederländska bolaget Huka köptes i början av 2018. Bolaget har som mål att ha en tillväxt på 30 - 50 procent drivet främst av förvärv men även genom organisk tillväxt. Målet är att ha en EBITDA marginal över 10 procent över en konjunkturcykel.

Möjligheter och styrkor: Marknaden som bolaget är verksam i fortsätter att växa kraftigt drivet av ändrade demografiska förutsättningar där en åldrande befolkning är huvuddelen. Det ger goda möjligheter att växa organiskt. En fragmenterad marknad ger även fortsatt möjligheter att förvärva bolag även framöver även om både aktiekurs och finanser kan sätta begränsningar.
Risker och svagheter: Affärsmodellen kräver att förvärven sker på rimliga multiplar och att Addera själva har resurser att ta hand om de förvärvade bolagen. Det har under 2018 visat sig att tiden för att ta hand om de olika förvärvade bolagen inte har räckt till vilket har påverkat resultatet negativt. Det kan finnas begränsningar i hur många bolag som kan förvärfas. Det finns även en risk att jakten på förvärv driver upp priset alltför högt.

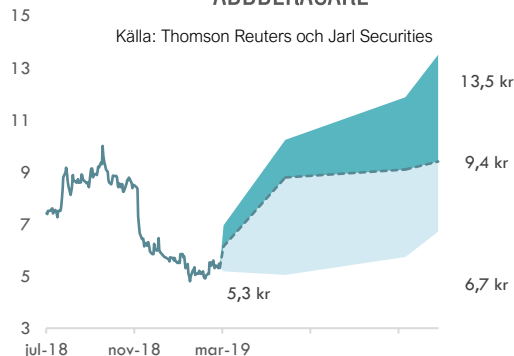
Värdering: Bear 6,7 kr Bas 9,4 kr Bull 13,5 kr

Utfall och prognoser, Bas-scenario

| | MSEK | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|---------------|------|------|------|------|-------|-------|
| Nettointäkter | | 94 | 128 | 192 | 205 | 213 |
| Tillväxt, % | | 101% | 36% | 49% | 6,6% | 3,8% |
| EBITDA | | 12,3 | 13,2 | 14,2 | 15,7 | 18,7 |
| EPS | | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,3 |

Källa: AdderaCare och Jarl Securities

ADDERACARE



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Michael Hermansson kom in i bolaget i januari 2016. Han har bred erfarenhet från Sandvik och har tidigare varit vd för två andra bolag. Michael äger nästan tre procent av kapitalet i bolaget. Michael Hermansson har under början av 2019 bestämt sig för att lämna bolaget men kvarstår tills en ersättare har hittats. På grund av osäkerheten runt ledningen på kort sikt har vi sänkt betyget med ett steg.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Ägarbilden domineras av personer som har varit med sedan starten av bolaget. Största ägare är styrelseordföranden Per Nilsson som tillsammans med närstående genom bolaget Ampere äger över 11 procent av bolaget. De närmaste tre största ägarna äger i det närmaste lika mycket vardera.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget har uppvisat bra resultat, även om det var ett hack i kurvan i början av året, och genomför förvärv genom en blandning av kontanter och riktade emissioner. Då resultatutvecklingen har utvecklats negativt under det senaste året har vi sänkt betyget ett steg.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Det finns potential både i den löpande rörelsen givet den förväntade tillväxten inom hjälpmedel samt ytterligare förvärv som är en del av bolagets affärsidé.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



En betydande del av bolagets fokus ligger inom värdeskapande förvärv. Förvärv som misslyckas kan komma att kosta både tid och kapital. Övriga risker bedöms som låga. Vi har höjt riskbetyget ytterligare jämfört med tidigare på grund av utvecklingen under året. Trots att affärsrörelsen i grunden har låg risk så måste förvärven uppvisa bättre resultat när de ingår i koncernen.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Bolagets historik

AdderaCare är en företagsgrupp verksam inom hjälpmedelssektorn. Koncernen började byggas upp under sommaren 2013 och noterades på First North i december 2016. I samband med noteringen genomfördes en nyemission för att bygga upp en finansiell styrka för framtida förvärv. Företagets start kan härledas till förvärvet av Komikapp 2013. Bolagen som förvärvas har ofta funnits en längre tid på sin marknad eller nisch. I tre fall av fyra hittills har lönsamheten varit riktigt bra med EBITDA marginaler mellan 9,3 och 15 procent. Endast förvärvet av det norska Amajo har initialt haft lägre ingångsvärden med en EBITDA marginal på 8,7 procent. Dock är bolaget avsevärt mindre än de andra förvärven och har antagligen andra bevekelsegrunder än endast resultatet. Det är säkerligen beröringspunkter med Komikapp som kan ge Amajo kraft att lyfta marginaler och omsättning.

Kort om affärsmodellen

AdderaCares mål är att bygga upp en företagsgrupp av bolag inom hjälpmedelssektorn. De förvärvade bolagen skall vara lönsamma med ett positivt kassaflöde och skall drivas genom aktiv ägarstyrning för att kunna växa snabbare än sektorn som helhet. Vad vi förstår är det inte synergieffekterna som är det primära när förvärv görs, även om det säkerligen kommer uppstå sådana med tiden när bolagen kan dela erfarenheter och kunskapsutbyte över gruppen av bolag. Decentralisering är honnörsordet och entreprenörskap ska främjas vilket innebär att förvärvade bolag får behålla sin identitet och ledning för att fortsätta att utvecklas som tidigare.

Målbilden för AdderaCare är att ha en årlig tillväxt med 30 - 50 procent drivet främst av förvärv. Bolaget ska ha en vinstmarginal på tio procent (EBITDA) över en konjunkturcykel samt ha en skuldsättning som inte överstiger tre gånger EBITDA. Soliditeten skall vara över 35 procent.

Risker

För AdderaCare, som för alla bolag finns det risker förknippat med verksamheten. Då bolaget har en aggressiv förvärvsagenda hänför sig de risker som finns utöver de normala affärsriskerna till förvärven. De primära riskerna som vi har identifierat redovisas nedan:



Förvärvsrisk

En av de främsta riskerna i AdderaCare är relaterat till förvärven. Bolaget har hittills genomfört fem stycken förvärv av bolag. De två första som har varit en del av bolaget sedan 2013 (Komikapp) och 2015 (Trident) har utvecklats väl och levererat bra tillväxt och resultat vilket är en förutsättning för att kunna fortsätta att förvärva. Det tredje förvärvet, Amajo, som är avsevärt mindre hade dock en lönsamhet understigande koncernens genomsnitt vilket inte skapar någon större effekt på den totala lönsamheten givet dess begränsade storlek.

Även om AdderaCare har en solid erfarenhet av att göra förvärv, finns det alltid en risk i att ta in nya bolag, vilket visade sig under det första och tredje kvartalet 2018. Väderpåverkan är dock svårt att göra något åt. Till viss del begränsas risken i och med att bolagen fortsätter att vara självständiga samt av att en förutsättning för förvärven är en god lönsamhet och kassaflöde. Dock ska inte risken med brist på ledningsresurser underskattas. Det är en av huvudanledningarna till den svaga utvecklingen under två kvartal 2018. Dock ser vi förbättringar i den underliggande rörelsen under det fjärde kvartalet.

Finansieringsrisk

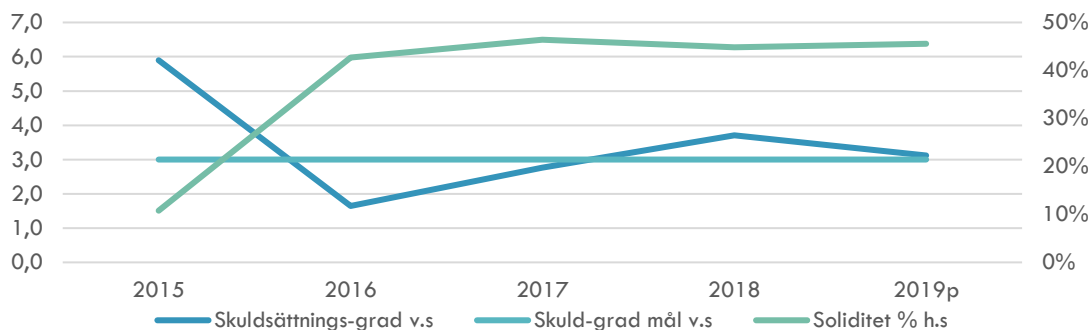
Då bolaget finansierar sina förvärv dels med lån men även genom riktade emissioner till ägarna i målbolagen finns det även en risk här i form av exempelvis utspädning. I det fall som aktiemarknaden inte värderar AdderaCare aktien på en hög nivå, finns risken att eventuella säljare inte vill ha aktier i AdderaCare som betalning eller delbetalning. Om bolaget då behöver finansiera sig på andra sätt kan det bli avsevärt dyrare än idag. Den snabba förvärvstakten som bolaget har haft kan nu eventuellt minska potentialen för förvärv kortsiktigt särskilt givet den svaga resultatutvecklingen.

Finansiellt

Förvärvsdriven tillväxt ställer krav på leverans

AdderaCare har vuxit snabbt drivet av flera förvärv vilket är i linje med bolagets mål. Vid större förvärv, som det senaste nu i början på 2018 använder bolaget en kombination av lånefinansiering och riktad emission. Detta upplägg kräver förstås att bolagets tidigare förvärv utvecklas väl så att det finns finansiella medel att betala nya förvärv samt att bolaget som helhet utvecklas positivt. Detta då bolaget använder sin egna aktie som delbetalning. Skuldsättningen givet en svagare resultatutveckling än förväntat har nu gått över det enligt bolaget maximerade taket på tre gånger EBITDA. Det påverkar självfallet det finansiella utrymmet till förvärv. Bolaget måste helt enkelt uppvisa en mer stabil resultatutveckling för att kunna komma att köpa igen, särskilt som aktiekursen har utvecklats starkt negativt efter de svaga kvartalen.

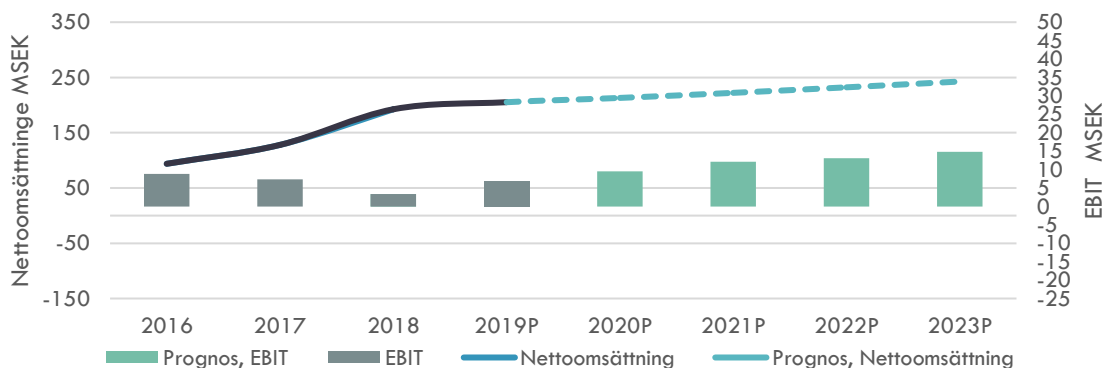
Skuldsättningsgrad (långskuld/EBITDA) & Soliditet 2015 – 2019P



Källa: AdderaCare, Jarl Securities

Rapporten för det första och tredje kvartalet 2018 blev besvikelser. Besvikelsen i det första kvartalet kunde hänföras till flera faktorer men de två största punkterna härstammar från väderfaktorer samt ett för lågt fokus från ledningen på Trident. Här synliggörs en av riskerna med en aggressiv förvärvsstrategi. Detta då ledningsgruppen riskerar att belastas för hårt varvid problem kan uppstå. Glädjande blev utfallet i det andra kvartalet avsevärt bättre. Signalerna i det fjärde kvartalet är uppmuntrande och visade att bolaget troligen är tillbaka på banan även om risken är något högre givet volatiliteten i resultaten. Dock har det andra kvartalet dämpat effekterna totalt sett. I våra långsiktiga prognoser räknar vi med en fortsatt stabil tillväxt i omkring 3 (4) procent vilket nu är i underkant av vad marknaden för hjälpmedelsprodukter klarar av, dvs mellan tre och sex procent. Vi har inte lagt in förvärv i våra prognoser även om det är högst troligt att det kommer att inträffa. Detta även om resultatutvecklingen under 2018 inte talar för några förvärv i närtid.

Resultatutveckling BAS - scenariot



Källa: AdderaCare, Jarl Securities

Som indikeras i grafen ovan växer koncernen kraftigt, främst hänförligt till förvärven, två stycken under 2017 och hittills ett under 2018. Huka som köptes under januari ingår i omsättningsprognos och resultat i våra prognoser från februari 2018. Tillväxten från 2019 varierar mellan tre och fyra och en halv procent per år enligt våra estimat i bas - scenariot. Rörelsemarginalerna (EBIT) prognosticeras att röra sig uppåt med en topp på 5,2 (6,2) procent år 2023/2024. Då är förvärv inte inkluderade i dessa antaganden. Värt att notera är att goodwill posten sväller allt mer efter varje nytt förvärv. Det kanske i nuläget inte är något större problem men ändå värt att notera givet den volatila resultatutvecklingen.

Prognoser & Värdering

DCF – Bas scenario

I vår kassaflödesmodell för vårt bas-scenario har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 10,2 procent och ett långsiktigt tillväxtantagande om två procent. AdderaCares affärsmodell bygger på att förvärva bolag som är lönsamma med positiva kassaflöden. Vi har dock i vår modell inte lagt in några ytterligare förvärv framöver även om det med stor sannolikhet kommer att ske, givet att våra prognoser för 2019 och framåt infrias.

Vi har i våra prognoser antagit en relativt låg organiskt tillväxt om mellan tre och fyra och en halv procent (Bolagets mål är 10 procent). Detta i en sektor som förväntas växa kraftigt drivet av den demografiska faktorn i form av en högre andel äldre i den svenska befolkningen. Vi räknar även med att koncernens bruttomarginal kommer ligga mellan 31 till 32 procent över tid.

Givet dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde för bolaget på 163 miljoner kronor vilket ger ett aktievärde på 9,4 kronor per aktie. Nedvärderingen från analysen i augusti 2018 bygger främst på osäkerheten kring resultatutvecklingen vilket har höjt riskpremien och våra förväntningar. Vi tror fortfarande att det finns en klar tillväxt och resultatpotential men det finns nu en hel del att bevisa. Då VD Michael Hermansson har valt att kliva av ökar även osäkerheten på kort sikt.

DCF – värdering Basscenariot

| mnkr | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | TV |
|--------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Omsättning | 205 | 213 | 222 | 232 | 243 | 252 | 262 | 273 | 284 | 290 |
| Rörelseresultat | 7 | 9 | 12 | 13 | 15 | 17 | 18 | 18 | 19 | 19 |
| Rörelsemarginal % | 3,4% | 4,5% | 5,5% | 5,6% | 6,1% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,4% |
| Fria Kassaflöden (FCF) | 15 | 8 | 9 | 13 | 12 | 12 | 28 | 17 | 18 | 22 |
| Nuvärde kassaflöde | 81 | | | | | | | | | |
| Nuvärde, restvärde | 117,4 | | | | | | | | | |
| Rörelsevärde | 198 | | | | | | | | | |
| Nettoskuld | -35 | | | | | | | | | |
| Summa värde eget kapital | 163 | | | | | | | | | |
| Antal aktier (miljoner) | 17,3 | | | | | | | | | |
| Motiverat pris per aktie | 9,4 | | | | | | | | | |

Källa: Jarl Securities

Med eventuella flera förvärv kan värderingsförutsättningarna förändras markant beroende på vilka typer av företagsköp som görs och hur lönsamhet och tillväxt påverkas av dessa. Bolaget har indikerat att de normalt vill betala mellan tre till sex gånger EBITDA-resultatet jämte en eventuell tilläggsköpeskilling.

Sammanfattning värdering

Sammanfattningsvis ser vi en spännande potential i koncernen även om 2018 inte har utvecklats som vi förväntat oss. Detta då de förvärvar bolag till attraktiva multiplar och vad vi kan se verkar förvärvsprocesserna vara relativt smidiga processer. Dessutom som ett led i en bra övergång från föregående ägare i samband med förvärv, erbjuds säljarna oftast en ägarandel i AdderaCare som en delbetalning. Detta borgar för långsiktighet och ger nyckelpersoner incitament att jobba vidare. I det senaste förvärvet kommer säljarna av bolaget in som nya delägare i AdderaCare med en inläsningsklausul på hela 24 månader.

I vårt Basscenario får vi ett värde på 9,4 (13,8) kronor per aktie. Som vanligt är en kassaflödesmodell känslig för ingångsvärdena. Skulle bolaget långsiktigt lyckas växa med mer än våra antagna två procent finns det ytterligare potential. Vilket visas med tydlighet i våra alternativa Bull – och Bearsценarion nedan som ger ett aktievärde på 13,5 (18,5) respektive 6,7 (9,8) kronor per aktie.

DCF-värdering, tre scenarion

| | BEAR | BASE | BULL |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| Försäljning 2027P | 244 | 284 | 349 |
| wacc | 10,2% | 10,2% | 10,2% |
| CAGR, 2018 - 2026E | 2,5% | 4,5% | 7,2% |
| Tillväxt, evighet | 0,5% | 2,0% | 3,0% |
| Rörelsevärde (EV) | 158 | 198 | 254 |
| Restvärde, % | 58% | 59% | 55% |
| Kassa, Dec-2019 | 17,1 | 22,9 | 37,0 |
| Räntebärande skulder, Dec-2019 | 58 | 58 | 58 |
| Aktievärde | 117 | 163 | 233 |
| Antal aktier, miljoner | 17,3 | 17,3 | 17,3 |
| Motiverat värde per aktie, SEK | 6,7 | 9,4 | 13,5 |
| Upp-/Nedsida rel. sen bet | 24% | 57% | 93% |

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.