



Uppdragsanalys, 2018-02-14

# ANALYSGUIDEN

AdderaCare



addera  
care

# Adderar tillväxt med förvärv

AdderaCare har genom förvärv av stabila och lönsamma bolag inom hjälpmedelssektorn vuxit kraftigt. Vi inleder bevakning med en köprekommendation och riktkurs på 15,0 kronor per aktie.

**A**dderaCare koncernen började byggas upp under 2013. Sedan dess har förvärv skett i snabb takt med början av bolaget KomiKapp 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 och där en allt större del av befolkningen kommer bli allt äldre och ställa större krav på livskvalitet.

**AdderaCare strategi bygger** på att addera bolag genom förvärv inom hjälpmedelssektorn. Dessa bolag ska vara både lönsamma och kassaflödespositiva. Bolaget tittar enligt uppgift kontinuerligt på ett större antal bolag för eventuella förvärv. Bolagets egna mål är att under uppbyggnadsfasen växa med mellan 30 till 50 procent främst genom förvärv.

Resultatutvecklingen har under 2016 varit klart över koncernens mål vad gäller tillväxt (30–50 procent) samt EBITDA marginal (>10 procent). Tillväxten blev 100

procent samt en EBITDA marginal på 13,1 procent samt en skuldsättning under bolagets mål.

I våra långsiktiga prognoser har vi inte lagt in några förvärv, bortsett från det som redan kommunicerats i år. Vi räknar med en tillväxt för koncernen på mellan 4 och 6 procent per år. Vidare att rörelsemarginalen (EBITDA) gradvis förbättras och toppa på 12,7 procent 2022/2023. Risker hänförs främst till de förvärv som görs, givet att historiken på att de bolag som förvärvats hittills är stabil. Dessa anses dock som låga.

**För det fjärde kvartalet** som publiceras den 27 februari väntar vi oss inga större överraskningar. Genom förvärven som gjorts under året har marginalen kommit under press givet att förvärven har haft en lägre rörelsemarginal än koncernen. Utöver detta är kostnaderna för bland annat noteringskostnader en ytterligare post att beakta jämfört med 2016. Baserat på våra prognoser och på vår kassaflödesvärdering samt potential för ytterligare värdeadderande förvärv, ser vi en uppsida i aktien. Vi initierar vår AdderaCare bevakning med en köprekommendation och riktkurs på 15,0 kronor. ■

## NYCKELTAL

mnkr	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nettoomsättning	47	94	128	199	212
Tillväxt, %		100,5	36,2	55,7	6,4
EBITDA	6,4	12,3	13,2	20,1	23,2
Eget Kapital	9,0	39,6	63,6	71,9	81,6

Källa: AdderaCare (utfall) och Jarl Securities (prognoser)

Riktkurs: 15,0 kronor

Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

## KORTA FAKTA

Vd: Michael Hermansson  
Styrelseordförande: Per Nilsson  
Största ägare: Ampere i Malmö AB  
Börsvärde, mnkr: 177  
Lista: First North  
Aktuell börskurs, kr: 11,4

## BÖRSTEMPERATUR



### Ledning

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.



### Ägare

Ägarbild 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.



### Finansiell ställning

Bolaget har uppvisat bra resultat och genomför förvärv genom en blandning av kontanter och riktade emissioner. Givet resultatutvecklingen är den finansiella risken relativt låg.



### Potential

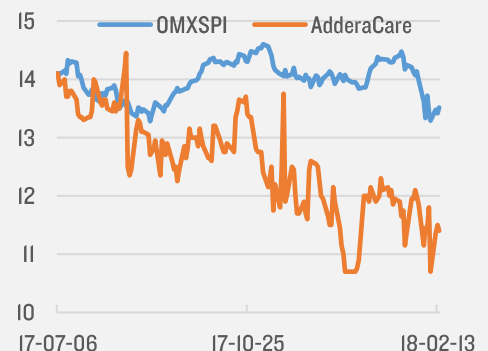
Det finns potential både i den löpande rörelsen givet den förväntade tillväxten inom hjälpmedel samt ytterligare förvärv som är en del av bolagets affärsidé.



### 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.

## AKTIEKURS



## Generella bolagskriterier

### Ledning (1-10)

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 (1-10)

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 och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning (1-10)

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 (1-10)

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 tillväxtutsikterna 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 (1-10)

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 verksamt 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 EBTIDA 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 honnorsordet 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.

## Verksamhetsområden

### AdderaCare: s erbjudande

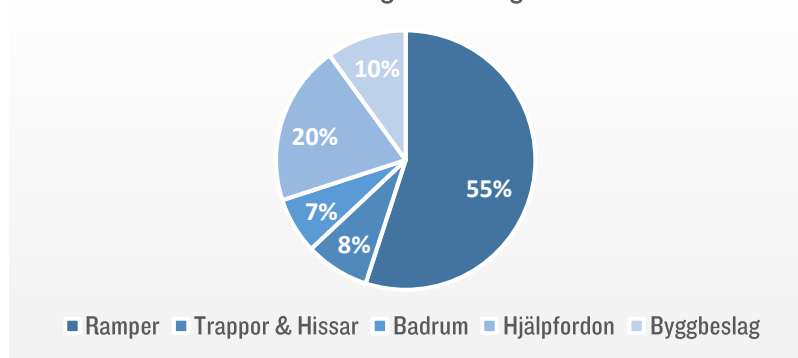
Bolaget har som strategi att förvärva bolag inom hjälpmedelsektorn. De dotterbolag som nu ingår i koncernen är följande:

### Trident

Trident Industri AB (Trident eller bolaget) bildades 1983 med målet att skapa en ökad tillgänglighet för människor med någon typ av funktionsvariation. Bolaget tillverkar främst ramper för bostadsanpassningar i Sverige samt även för export. Denna produktion representerar huvuddelen av försäljningen. Trident bedriver även försäljning av andra varor med fokus på tillgänglighet, däribland cyklar, plattformshissar och olika typer av badrumsinredningar. Inom dessa produktområden arbetar bolaget som huvudman för ett antal starka varumärken. Kunder finns främst att hämta inom kommun och landsting men även till viss del från byggbranschen. Tridents största marknad är av hävd Sverige även om exporten som andel har ökat stadigt. Trident representerade under 2016 cirka 62 procent av omsättningen och 66 procent av rörelseresultatet (EBITDA) för hela AdderaCare-koncernen.



Trident omsättningsfördelning 2016



Källa: AdderaCare

### Komikapp

Komikapp är baserat i Varberg och har varit aktiva sedan 1988. Bolaget arbetar med tjänster och produkter vars mål är en högre livskvalitet och delaktighet för människor med särskilda behov. Bolaget är rikstäckande men marknaden är hela Skandinavien och Europa. Produkterna som marknadsförs är inom områdena sinnesstimulans samt kognitiva hjälpmedel.

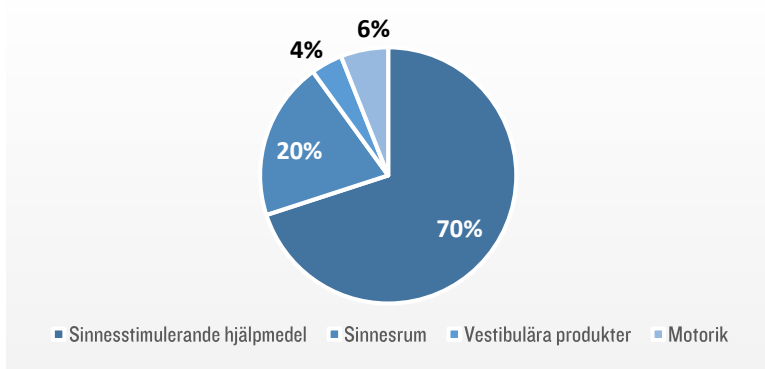
**Sinnesstimulerande hjälpmedel** är hjälpmedel som ökar förutsättningarna för individer att klara av vardagen, vare sig det är skolgång, arbete eller helt enkelt en vanlig vardag utan att de kognitiva svårigheterna tar över. Inom sinnesstimulerande hjälpmedel saluför bolaget bollhav, bolltäcken och bollkuddar vilka stimulerar och lugnar kroppen. Dessa produkter används till exempel i samband med diagnoser som ADHD, hyperaktivitet, sömnsvårigheter, demens och depression. Dessa hjälpmedel står för runt 70 procent av Komikapps omsättning.

Komikapp arbetar även med så kallade **sinnesrum** på förskolor, skolor, äldreomsorg och på psykiatriska slutenvården. Dessa rum har som syfte att erbjuda patienter eller elever en plats för avslappning och stressreducering. Dessa rum byggs upp i samarbete mellan beställaren och Komikapp och är speciellt anpassat efter användarnas behov. Inom detta säljer även bolaget möblemang som stimulerar sinnesro. Exempel kan vara vattensångar, madrasser och speglar för att nämna några. Sinnesrum står för cirka 15 - 20 procent av Komikapps omsättning.



Utöver detta har bolaget två produktområden som utgör en mindre del av omsättningen. **Vestibulära produkter** är produkter som hjälper personer med särskilda behov att få grepp om sina kroppsrörelser. Exempel är produkter är olika typer av gungor och hängmattor. Detta område representerar cirka två till tre procent av totala omsättningen för dotterbolaget. Den sista produktgruppen rör **motorik**, där produkterna tränar upp koordinationsförmågan. Dessa produkter tränar upp både fin- samt grovmotorik. Det kan vara allt från aktivitetstavlor, pussel till hjälpmedel för av- och påklädning. Området motorik representerar cirka fem procent av företagets omsättning.

Komikapp uppskattad omsättningsfördelning 2016



Källa: AdderaCare

KomiKapp omsatte 36,1 miljoner kronor under 2016 med ett EBITDA resultat på 5,4 miljoner kronor. Dvs en EBITDA marginal på nästan 15 procent.

### Amajo A/S

AdderaCare förvärvade Amajo A/S så sent som den första mars 2017. Amajo har dock varit verksamt i mer än 30 år och har flera likheter med AdderaCares andra dotterbolag Komikapp. Bolaget har en stor kompetens inom sinnestimulerande hjälpmedel. Dess primära verksamhet är att planera, bygga och anpassa sinnesrum för olika användningsområden. Målgrupperna omfattar både barn och vuxna med funktionsvariationer och olika typer av nedsättningar. För helåret 2016 omsatte Amajo drygt åtta miljoner kronor med ett EBITDA resultat på 0,7 miljoner kronor, dvs en EBITDA marginal på cirka 8,6 procent. Detta är en lägre nivå än resterande bolag inom AdderaCare koncernen. Målet är att kunna lyfta marginalerna med tiden.

### Erimed

I linje med AdderaCares förvärvsstrategi köptes Erimed-gruppen den 31 maj 2017. Erimed grundades 1980 och har haft en stabil tillväxt genom åren. Bolaget arbetar med ortopediska produkter såsom specialskor, proteser och en egenutvecklad produkt, Dictus-bandet. (ett hjälpmedel för att lyfta upp foten). Bolaget har en stark marknadsposition i Norden och särskilt i Sverige som står för cirka 60 procent av omsättningen. Försäljning sker även utanför Norden i ett antal europeiska länder. Under räkenskapsåret 2015/16 omsatte Erimed 41,5 miljoner kronor med ett EBITDA resultat på 5,2 miljoner kronor, dvs en EBITDA marginal på 12,5 procent.



### Huka

AdderaCare har fortsatt med sin förvärvsstrategi nu i början av 2018 genom förvärvet av det nederländska bolag Huka B.V. Bolaget har mer än 40 års erfarenhet av specialfordon såsom specialcyklar och mobilitetskottrar. Företaget har distributörer i USA, Sverige, Norge, Belgien och Tyskland. Under 2017 beräknas bolaget omsätta cirka 5,2 miljoner euro med ett rörelseresultat på 485 tusen euro dvs en rörelsemarginal (EBITDA) på 9,3 procent. Detta är något under målet som har satts upp av AdderaCare. Det finns dock säkerligen några synergieffekter då de är leverantörer till Trident inom gruppen.



### Marknaden

AdderaCare verkar med sina dotterbolag på marknaden för hjälpmedelssektorn. En stor del av de hjälpmedel som bolagen i koncernen antingen själva tillverkar eller saluför är inriktade mot den åldrande befolkningen. Enligt bland annat Statiska Centralbyrån (SCB) beräknas den svenska befolkningen bli allt äldre samtidigt som befolkningen har vuxit kraftigt under senare år. En med tiden allt mer ålderstigen befolkning kommer att ställa stora krav på ökad vård och omsorg relaterat till både fysiologiska nedsättningar och kroniska sjukdomar. Hälso- och sjukvårdskostnaderna har haft en kraftig tillväxt från cirka tre procent av BNP på 1950 talet till cirka nio procent idag. Detta innebär att alla lösningar som kan se till att personer kan bo kvar hemma eller underlätta deras vardag bör möta en ökad efterfrågan då det sparar resurser för sjukvården. Det ökande antalet äldre kommer ställa högre krav på hem och sjukvård för en ökad livskvalitet. Detta innebär mer bostadsanpassningar, rörelsehjälpmedel lättillgänglig sjukvård samt bra och snabb hemsjukvård.

#### **Adderas totala marknad**

Den totala svenska marknaden för hjälpmedelssektorn kan uppskattas vara värd mellan fem och tio miljarder kronor årligen. Syftet med hjälpmedel i stort är att inom vård och omsorg underlätta för personer med funktionsvariationer, både vuxna och barn. Hjälpmedel är ett ganska brett begrepp då det inkluderar produkter som rullstolar, bostadsanpassningar till kognitiva hjälpmedel som bolltäckan eller planeringskalendrar. Addera är genom sina dotterbolag verksamt inom flera områden. Bland de större konkurrenterna på totalmarknaden finns ETAC Sverige AB och Handicare AB. AdderaCare följer mellan 50 och 60 bolag för att hitta förvärvskandidater som verkar på denna marknad. Då målet är att växa och det finns ett tidigare uttalat mål om en omsättning på cirka 400 miljoner kronor per år 2019 - 2020 gör det att det fortsatt är ett stort fokus på förvärv. Koncernen omsätter på årsbasis, inkluderat det senaste förvärvet, redan runt 200 miljoner kronor.

#### **Marknaderna för de två största dotterbolagen**

##### **Komikapps marknad specifikt**

Komikapp primära kunder är kommuner och landsting där fokuset ligger på skola, vård och omsorg. Dock är målgruppen bred och täcker även in företag, myndigheter och privatpersoner. Då drygt 50 procent av Komikapps omsättning kommer från bolltäckan är utvecklingen här viktig. Det finns en svensk konkurrent inom området, Somna AB vars produkt eftersträvar samma funktion men har kedjor i täcket istället för bollar.

##### **Erimedts marknad specifikt**

Erimed som är stora inom ortopediska produkter har i stort sett sina primära kunder inom vård och omsorg vilket innebär att de största kunderna är landsting. Tillväxten i marknaden har varit god och bolaget är en av de ledande leverantörerna av ortopediska produkter i Norden.

### 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. Både Amajo och Erimed som har kommit in i gruppen under 2017 har vad vi erfar haft en bra utveckling.

Även om AdderaCare verkar ha en solid erfarenhet av att göra förvärv, finns det alltid en risk i att ta in nya bolag. 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.

#### Finansieringsrisk

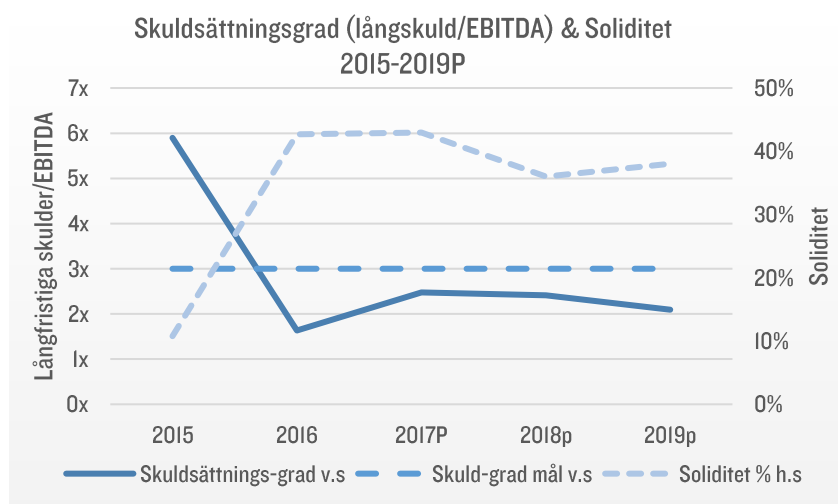
Då bolaget finansierar sina förvärv dels med lån men även genom riktade emissioner till ägarna i målbolagen finns det även en risk här i form av exempelvis utspädning. I det fall som aktiemarknaden inte värderar AdderaCare aktien på en hög nivå, finns risken att eventuella säljare inte vill ha aktier 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. Det finns ännu utrymme att öka skuldsättningen men bolaget har nu kommit närmare sitt tak inom detta område.



## Finansiellt

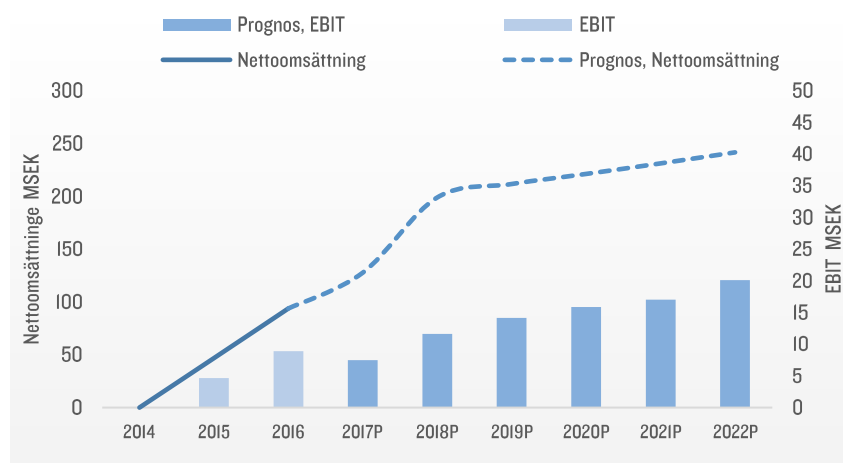
### Förvärvsdriven tillväxt ställer krav på leverans

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 man använder sin egna aktie som delbetalning. Aktiekursutvecklingen, som bolaget har begränsade möjligheter att påverka kan delvis styra förvärvstakten när låneutrymmet blir uttömt, dock är vi inte där ännu. Skuldsättningen har ännu inte nått upp till det enligt bolaget maximerade taket på tre gånger EBITDA. Dock finns det ändå en viss begränsning av förvärvsutrymmet på kort sikt på grund av skuldsättningen.



Bolaget har under de tre första kvartalen 2017 levererat enligt sin plan att växa genom förvärv. Under det första kvartalet förvärvade Amajo A/S och under det andra köptes Erimed AB. Båda dessa har i årstakt adderat runt 50 miljoner kronor i omsättning. Resultatutvecklingen har belastats något av dessa förvärv som hade en ingående rörelsemarginal som var lägre än de tidigare dotterbolagen i gruppen. Utöver detta är det skillnad på att vara ett onoterat bolag och noterat i kostnadshänseende. Detta då det kostar AdderaCare ungefär två miljoner kronor att vara noterat. Givet att bolaget fortfarande är relativt litet slår hårt på resultatet. Samtidigt är en noterad aktie en nödvändighet för förvärvsstrategin.

Rapporten för det fjärde kvartalet publiceras den 27 februari. Vi förväntar oss en omsättning för det fjärde kvartalet på drygt 40 miljoner kronor och ett EBITDA resultat på 4,2 miljoner kronor, dvs en EBITDA marginal på 10,4 procent. För helåret är prognosen nästan 128 miljoner i omsättning och en EBITDA på 13,2 miljoner kronor med en EBITDA marginal på 10,4 procent. I våra långsiktiga prognoser räknar vi med en fortsatt stabil tillväxt i linje med 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 inträffa. När och vilka bolag det handlar om är högst osäkert. Bolaget själva indikerar att de observerar ett stort antal bolag som potentiella förvärvsobjekt.



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 fyra och sex procent per år enligt våra estimat. Rörelsemarginalerna prognosticeras att röra sig uppåt med en topp på 12,7 procent 2022/2023. Då är förvärv inte inkluderade i dessa antaganden.

Värt att notera är att goodwill posten sväller allt mer efter varje förvärv. Det kanske i nuläget inte är något större problem men ändå värt att notera. Detta om något av de förvärvade bolagen inte skulle utvecklas som tänkt eller får större problem kan det ge effekter på det egna kapitalet.

## Ledande befattningshavare

### VD – AdderaCare AB

Michael Hermansson, född 1959. Han är VD sedan 2016 i AdderaCare och i Trident AB. Han är utbildad civilekonom med en bred erfarenhet från Sandvikkoncernen i ett flertal befattningar. Han har varit VD för Gas Control Equipment samt SafeRoad Group. Michael äger drygt 3,4 procent av bolaget samt har ytterligare optioner att förvärva ytterligare aktier.

### Styrelseordförande

Per Nilsson, född 1953 är styrelseordförande i AdderaCare sedan 2016. Han har genomfört studier i ekonomi och beteendevetenskap vid Lunds universitet. Han startade medicinteknikföretaget Human Care 1992 och var VD där fram till 2004. Utöver detta har han varit VD för Malmö FF och MedicPen AB. Per Nilsson äger aktier i AdderaCare motsvarande 11,22 procent av kapitalet.

### Ägarbilden

Den nuvarande ägarbilden domineras av tidigare ägare och styrelseledamöter i moderbolaget. De fyra största ägarna representerar tillsammans drygt 43 procent av kapitalet och rösterna. Inräknat vd Michael Hermansson har de nästan egen majoritet.

#### DE TIO STÖRSTA ÄGARNÄ, 2017-12-31

Ägare	Kapital, %
Ampere i Malmö AB	10,9
Sannaskogen AB	10,8
Prosus AB	10,6
Frascoty AB	10,5
KAA Fastighet AB	6,2
Michael Hermansson	3,4
Dendera Holding AB	2,7
Johan Kjell	2,6
Ulf Thorvinger	2,3
Richard Beckman	2,1

Källa: Holdings.se

## Prognoser & Värdering

### DCF

I vår kassaflödesmodell har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 8,24 procent och ett långsiktigt tillväxtantagande om två procent.

AdderaCares affärsmodell bygger på att förvärva bolag som är lönsamma med positiva kassaflöden. Vi har i vår modell inte lagt in några ytterligare förvärv framöver även om det med stor sannolikhet kommer att ske.

Senast nu i början på året skedde detta med det nederländska bolaget Huka. Vi har räknat med att Huka ingår under elva månader 2018. Som grund för inkluderandet av bolaget har vi använt de värden som är kommunicerade i samband med att förvärvet offentliggjordes den 1 februari 2018. Enligt uppgifter från AdderaCare omsatte Huka cirka 5,2 miljoner euro under 2017 med ett EBITDA resultat på 485 tusen euro, dvs en marginal på 9,3 procent. Detta är lägre än vad AdderaCare koncernen tidigare har producerat, vilket sätter kortsiktig press på koncernens marginal. men det finns potential för snabba förbättringar till att nå AdderaCares mål om tio procent.

Vi har i våra prognoser antagit en relativt låg organiskt tillväxt om mellan fyra och sex procent (Bolagets mål 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. Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde på 225 miljoner kronor vilket ger ett aktievärde på 15,0 kronor per aktie.

DCF - värdering (belopp i miljoner kronor om inget annat anges)										
Mnkr	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Omsättning	128	199	212	221	231	242	251	261	271	277
Rörelseresultat	7,4	11,6	14,1	15,9	17,0	20,1	21,0	21,7	22,6	22,2
Rörelsemarginal %	5,8%	5,8%	6,6%	7,1%	7,3%	8,2%	8,3%	8,2%	8,3%	7,9%
Fria Kassaflöden (FCF)	-34	-12	16	17	19	22	23	24	28	18
Nuvärde kassaflöde	92									
Nuvärde, restvärde	161									
Rörelsevärde	253									
Nettoskuld	-29,7									
<b>Summa värde eget kapital</b>	<b>223</b>									
Antal aktier (miljoner)	14,9									
<b>Motiverat pris per aktie</b>	<b>15,0</b>									

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. 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 inlåsningsklausul på hela 24 månader.

Som vanligt är en kassaflödesmodell känslig för ingångsvärdena. Skulle bolaget långsiktigt lyckas växa med mer än våra antagna två procent finns det ytterligare potential.

Se nedan känslighetsanalysen vid förändring av diskonteringsräntan (y-axeln) och det långsiktiga tillväxtantagandet (x-axeln) i vår DCF- modell.

KÄNSLIGHETSANALYS			
	1,0%	2,0%	3,0%
6,2%	20	23	29
7,2%	16	18	22
8,2%	13	15	17
9,2%	11	13	14
10,2%	10	11	12

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.com](http://www.jarlsecurities.com), 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.

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