

# PORTFÖLJEN

Nr 9, NOVEMBER 2017, v. 48

## VECKANS UPPLAGA

### AWARDIT

Låg värdering, potentiella förvärv och stark affärsmodell  
Läs mer om Awardit på *sida 3*

### ADDERACARE

Stark tillväxt och unik marknadsposition  
Läs mer om Adderacare på *sida 4*

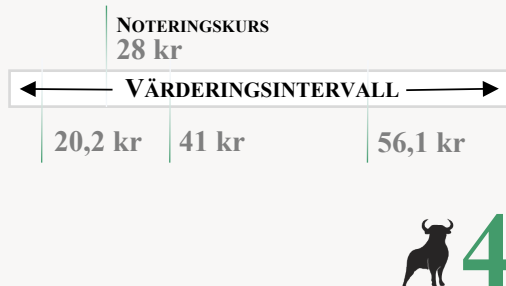
### FÖRVALTARKOMMENTAR

”Köpläge vid börsrekyler”  
Läs mer på *sida 5*

## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

| AKTIE               | BETYG<br>(1 – 5) | ANALYSDATUM | KÖPKURS<br>(SEK) | FÖRÄNDRING<br>(%) | PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,4 %, OMXS30 -2,95 % |
|---------------------|------------------|-------------|------------------|-------------------|-----------------------------------------------|
| Drillcon            | 3                | 2017-11-12  | 8,20 kr          | -19 %             |                                               |
| DDM Holding         | 3                | 2017-10-01  | 52,50 kr         | 2 %               |                                               |
| Net Gaming          | 3                | 2017-11-12  | 10,30 kr         | -7 %              |                                               |
| Alcadon             | 3                | 2017-11-26  | 38,90 kr         | 1 %               |                                               |
| Matra               | 3                | 2017-11-19  | 7,00 kr          | -1 %              |                                               |
| Tourn International | 3                | 2017-10-01  | 15,90 kr         | 32 %              |                                               |
| Medistim            | 3                | 2017-11-12  | 73,20 kr         | 5 %               |                                               |
| Awardit             | 4                | 2017-12-03  | 28 kr            | 0 %               |                                               |

## I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



## AWARDIT

Awardit noteras på Nasdaq First North med en post-money värdering om EV/EBITDA 8,8x och en direktavkastning om 7,7 % på 2017E. I och med noteringen möjliggörs förvärv vilket både baddar för möjligheter i form av kraftig omsättningstillväxt men också risker i form av marginalpress. Givet en target-multipel på EV/EBITDA 13x finns en uppsida om 46,4 % på 2018E.



## ADDERACARE

AdderaCare AB är en nordisk företagsgrupp bestående av fyra bolag inom hjälpmedelssektorn. Bolaget verkar i ett lukrativt utrymme där konventionella PE-bolag inte förmår att täcka transaktionskostnaderna. Således har Addera en möjlighet att genomföra billiga förvärv av kassaflödespositiva bolag med stabila intäkter. Genom en multipel-regression på 2018E anses ett indikativt aktiepris om 23,68 kr vara motiverat i Base case.

## SÅ FUNGERAR AG-PORTFÖLJEN

På söndagar publiceras ett par oberoende analyser på Bolag AG anser vara extra spännande. Vi kommer själva, i och med vår egen portfölj, att ta ställning huruvida vi ser Bolaget som ett köp eller ett sälj. Vår portfölj har ett ingångsvärde på 100 000 kronor och kommer att handlas kontinuerligt med full transparens. Affärerna redovisas i realtid via vår Twitter: [https://twitter.com/Analyst\\_Group/](https://twitter.com/Analyst_Group/)

## AWARDIT

ANALYTIKER: ANTON LJUNG, OLLE GÖRANSSON

## ÖVERSIKT



Awardit noteras på Nasdaq First North med en post-money värdering om EV/EBITDA 8,8x och en direktavkastning om 7,7 % på 2017E. I och med noteringen möjliggörs förvärv, vilket både baddar för möjligheter i form av kraftig omsättningstillväxt men även risker i form av marginalpress. Givet en target-multipel på EV/EBITDA 13x finns en uppsida om 46,4 % på 2018E.

## NOTERINGSKURS

28,0 kr

## VÄRDERINGSINTERVALL

20,2 kr

41,0 kr

56,1 kr

**Awardit AB** ("Awardit" eller "Bolaget") erbjuder en molnbaserad plattform för företag som vill bedriva ett lojalitets- eller motivationsprogram. För att minska belastningen på kundens organisation tillhandahåller Awardit en rad tilläggs-tjänster inom kampanjenomförande, dataanalys och ett sortiment av poänginlösenprodukter.

**Skalbar affärsmodell och ökat fokus på marknadsbearbetning baddar för fortsatt tillväxt.** Med en genomsnittlig CAGR om 17,6 % mellan 2010-2016, och en EBIT-marginal som ökat från 27,6 % 2010 till 34,2 % 2016, har Awardit skapat en skalbar affärsmodell. Skalbarheten är till stor del ett resultat av att 87,5 % av bolagets intäkter kommer från poänginlösen-transaktioner. En poänginlösenstransaktion sker när en medlem i ett lojalitets- eller motivationsprogram väljer att växla in sina poäng mot en produkt. Awardit skickar då en order till relevant partnerleverantör, som levererar produkten direkt till personen i fråga. Awardit behöver därmed inte lagerhålla några produkter utan fakturerar bara ett påslag om 25-60 % per poängprodukt. Intäktsmodellen möjliggör därmed exponentiell tillväxt på antalet poängtransaktioner när nya lojalitets- eller motivationsprogram levereras. Ett ökat fokus på marknadsbearbetning genom nyrekrytering baddar därmed för fortsatt tillväxt.

**Förvärv av Sponsorhuset AB väntas pressa marginalerna 2018.** Bakgrunden till noteringen på Nasdaq First North är att i framtiden kunna förvärva med egna aktier. Bolaget har ingått ett bindande term sheet för förvärv av Sponsorhuset AB. Slutförandet av förvärvet väntas ske efter notering. Med en köpeskillning om 11 MSEK sker förvärvet till EV/S 1,9x, vilket ger ett multipelarbiterage. Sponsorhuset gjorde en förlust efter skatt om 1,0 MSEK 2016. Awardit åtar sig därför att investera 2-3 MSEK i Sponsorhusets verksamhet i syfte att öka tillväxt och lönsamhet. Förvärvet väntas därmed leda till höjda kostnader för Awardit om totalt 9,3 MSEK under 2018 vilket resulterar i en EBITDA-marginal om 29,7 % på 2018E.

#### Aktien noteras med en direktavkastning om 7,7 % på 2017E.

Awardit har mellan 2012-2016 i snitt delat ut ca 89,6 % av vinsten. Under H1 2017 delade bolaget ut 10,8 MSEK vilket ger en direktavkastning om 7,7 % på 2017E. Awardit estimeras att ha en kassa om 10,8 MSEK vid utgången av 2017, vilket ger ett fortsatt utdelningsutrymme för 2018. Då bolaget går till börsen för att möjliggöra för fler förvärv finns det dock en överhängande risk att utdelningsutrymmet med egna medel kan komma att minska framöver.

**VD säljer 35 % av sitt innehav vid notering.** När Awardit går till börsen emitteras inga nya aktier utan tidigare ägare väljer att sälja av delar av sina innehav. Bolagets VD, Niklas Lundqvist, står för majoriteten av utförsäljningen motsvarande 12 % av aktierna. VD är dock fortsatt storägare med 22 % av aktierna efter notering och har åtagit sig en lock-up i ett år på sin kvarvarande ägarandel.

| MSEK                | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättning (MSEK)   | 41,7  | 53,3  | 60,6  | 68,8  |
| EBITDA (MSEK)       | 14,6  | 15,0  | 18,0  | 21,6  |
| EBITDA-marginal (%) | 35,3  | 28,2  | 29,7  | 31,4  |
| EV/EBITDA           | -     | 8,8   | 7,3   | 6,1   |
| EV/S                | -     | 2,5   | 2,2   | 1,9   |

**I base scenario värderas Awardit till EV/EBITDA 7,5x 2018E vilket ger en uppsida om 46,4 %.** Intäkterna förväntas växa med 13,5 % 2018E. Investeringarna i Sponsorhuset väntas uppgå till 1,5 MSEK 2018 och 1,5 MSEK 2019. Bolaget har inget uttalat rekryteringsbehov samt att skalfördelar gör att personal-kostnaderna kan hållas nere. Då inga direkta konkurrenter är noterade värderas Awardit mot en peer-grupp av IT-konsulter med liknande geografisk marknad och balansomslutning. En targetmultipel sätts därmed till EV/EBITDA 13x, vilket ger en uppsida om 46,4 % på 2018E.

**I ett bull scenario ger synergieffekter en intäktsstillväxt om 17,8 % och EBITDA-marginal om 33,4 % 2018E.** Synergieffekter leder till att investeringar kopplade till Sponsorhuset endast uppgår till 0,75 MSEK 2018, vilket ger en EBITDA-marginal om 33,4 %. Med en nettokassa om 8,2 MSEK, vilket motsvarar hälften av totala tillgångar, finns utrymme för ytterligare förvärv. Detta baddar för en premiumvärdering i förhållande till företagets peers om EV/EBITDA 15x, vilket ger en uppsida om 100,2 % på 2018E.

**I ett bear scenario tar förvärvet av Sponsorhuset mycket resurser vilket påverkar befintlig verksamhet negativ.** Investeringar kopplade till Sponsorhuset blir i ett bear scenario högre än väntat och uppgår till 3 MSEK 2018, vilket ger en EBITDA-marginal om 23,3 %. Awardits ledning har ingen tidigare erfarenhet från förvärv vilket leder till att stora resurser allokeras till implementering av verksamheter. Detta påverkar befintlig verksamhet negativt och tillväxten uppgår endast till 7,9 %. I ett bear scenario värderas Awardit därmed till EV/EBITDA om 9x, vilket ger en nedsida om 27,7 % på 2018E.



# ADDERACARE AB

ANALYTIKER: GUSTAF NORDIN

## ÖVERSIKT



AdderaCare AB är en nordisk företagsgrupp bestående av fyra bolag inom hjälpmedelssektorn. Bolaget verkar i ett lukrativt utrymme där konventionella PE-bolag inte förmår att täcka transaktionskostnaderna. Således har Addera en möjlighet att genomföra billiga förvärv av kassaflödespositiva bolag med stabila intäkter. Genom en multipelregression på 2018E anses ett indikativt aktiepris om 23,68 vara motiverat i Base scenario.

**AdderaCare AB** ("Addera" eller "Bolaget") är en nordisk företagsgrupp bestående av ett Norskt och tre Svenska dotterbolag (se grafik nedan). Affärsiden bygger på tillväxt genom förvärv av små (ca > 50 MSEK oms.) och kassaflödespositiva bolag inom hjälpmedelssektorn. Addera bedriver ett aktivt ägande och säger sig avstå konsolidering av befintliga eller framtida dotterbolag. Majoriteten av omsättningen är hänförlig till offentlig verksamhet.

**Äldrande befolkning och resursineffektiva lösningar ger ekonomiska incitament för hemhjälp.** Hjälpmedelssektorn adresserar primärt människor med fysiska eller psykiska nedsättningar. Marknaden är, och bedöms fortsatt vara, överrepresenterad av den äldre befolkningsandelen (65+). 2035 estimeras gruppen 80+ ha ökat med ca 76 % i Sverige, till följd av en högre medellivslängd och 40-talisternas höga födelsetal. Detta bedöms skapa en belastning på ett redan ansträngt omsorgssystem, dels saknas personal och dels saknas vårdplatser för att tillgodose de framtida behoven. Vidare föredrar 90 % av tillfrågade i USA hemhjälp över institutionell omsorg, procentsatsen förmodas vara liknande i Norden.<sup>2</sup> Enligt Addera uppgår kostnaden till ca 2 000 SEK/ per person och dygn för äldreomsorg i Sverige, en kostnad vilken reduceras med hemhjälp. Sammantaget anses de demografiska och ekonomiska drivarna peka på ökad tillväxt i hemhjälpsektorn framgent.

### Drivare och Dotterbolag



**Unik marknadsposition borgar för lukrativa förvärv.** Innehaven omfattar sinnesstimulerande hjälpmedel och produkter för framkomlighet, utom- och inomhus. Flera av bolagen återfinns som rekommendationer av landsting i Sverige, vilket är en nyckel då produkterna kan subventioneras av länsstyrelsen. Detta anses ge stabila och återkommande intäkter till företagsgruppen.

I Ledningen återfinns VDn för sjätte AP-fonden, Kronans droghandel, f.d. VD och tillika huvudägare av Human Care, samt f.d. Styrelseordförande i Castellum. Mot bakgrund av denna *know how* kan ett aktivt ägande eventuellt ge effektiviseringar av företagsgruppen. Addera befinner sig i en lukrativ position på marknaden, förvärvsobjekten är för små för att större PE-bolag skall förmå att täcka transaktionskostnaderna. Detta förklarar delvis den genomsnittliga förvärvsmultiplern om ca. 5x EBITDA, vilket kan anses relativt billigt för kassaflödespositiva bolag med intäktströmmar från offentlig verksamhet och tillväxt om ca. 10 %.

### NUVARANDE KURS

12,6 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL

7,18 kr

23,68kr

31,24kr

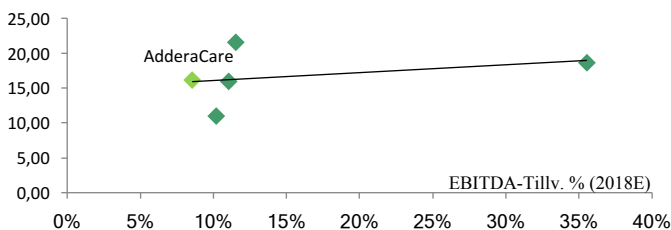
**Finansiellt mål om 400 MSEK 2020 öppnar för flertalet förvärv i närtid.** Addera har sedan börsintroduktionen H2 2016 dubblat antalet dotterbolag i företagsgruppen. Erimed och Amajo A/S är de bolag vilka förvärvats under 2017. Ackumulerat tillför de ca 52 % oms.- och EBITDA-tillväxt räknat på 2016A. I dagsläget uppvisar verksamheten en EVA om 0,9 MSEK, vilket indikerar att Bolaget skapar aktieägarvärde genom det investerade kapitalet i verksamheten. Således exekverar Addera på en effektiv investeringsstrategi och ytterligare förvärv anses vara positivt.

Bolaget har en finansiell målsättning om att prestera 30 – 50 % i omsättningstillväxt på kort till medellång sikt, samt en omsättning om 400 MSEK 2020. Mot bakgrund av den befintliga företagsgruppens estimerade organiska tillväxt om ca. 10 %, bedöms ytterligare förvärv vara nödvändigt (ca. 4 < ), för att realisera de finansiella målen. Addera har själva kommunicerat att de aktivt ser över flertalet förvärvsobjekt, vilket utgör en trigger på kort till medellång sikt.

**Targetmultipel om 16.52 på 2018E indikerar en uppsida om 88 % i ett Base scenario.** Givet Adderas affärsmodell, bedöms en EBITDA-tillväxt om 9 % på 2018E vara genomförbart, och primära OPEX förbättringen tillkomma i tidigt skede av innehavandet. Vidare anses 10 % organisk tillväxt vara bestående på medellång sikt. I en multipelregression mot relevanta peers estimeras en EV/EBITDA-multipel om 16.52 vara motiverad framgent.

EV/EBITDA (LTM)\*

### Multipelregression



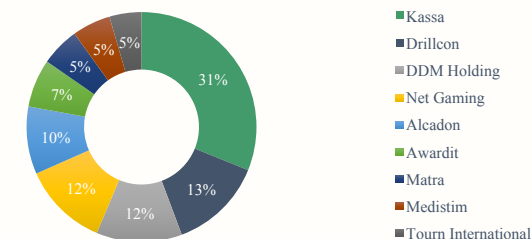
\*Justerat för kommande riktad emission ang. Earn out av Erimed

Då Adderas två förvärv konsolideras till 100 % under 2018E, anses Bolaget, i ett Base scenario, prestera en EBITDA om 24.5 MSEK (12.4 LTM). Detta resulterar i en EV/EBITDA multipel om 8.45x och således motiverar det en uppsida om 95 %. Med motsvarande resonemang och ytterligare kostnadsförbättringar estimeras, i ett Bull scenario, Addera till en EV/EBITDA om 6,42x på 2018E, vilket indikerar en uppsida om 148 %. I ett Bear scenario minskar lönsamheten till följd av högre konkurrens inom den unika marknadspositionen. I ett scenario där Addera väljer att likvidera verksamheten används en SOTP för att motivera ett substansvärde på de befintliga innehaven. Utifrån tidigare transaktioner bedöms substansvärdet till 115 MSEK, vilket implicerar en nedsida om 43 %.

## ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

| AKTIE               | BETYG<br>(1 – 5) | ANALYSDATUM | KÖPKURS<br>(SEK) | FÖRÄNDRING<br>(%) | PORTFÖLJENS UTVECKLING: 3,4 %, OMXS30 -2,95 % |
|---------------------|------------------|-------------|------------------|-------------------|-----------------------------------------------|
| Drillcon            | 3                | 2017-11-12  | 8,20 kr          | -19 %             |                                               |
| DDM Holding         | 3                | 2017-10-01  | 52,50 kr         | 2 %               |                                               |
| Net Gaming          | 3                | 2017-11-12  | 10,30 kr         | -7 %              |                                               |
| Alcadon             | 3                | 2017-11-26  | 38,90 kr         | 1 %               |                                               |
| Matra               | 3                | 2017-11-19  | 7,00 kr          | -1 %              |                                               |
| Tourn International | 3                | 2017-10-01  | 15,90 kr         | 32 %              |                                               |
| Medistim            | 3                | 2017-11-12  | 73,20 kr         | 5 %               |                                               |
| Awardit             | 4                | 2017-12-03  | 28 kr            | 0 %               |                                               |
|                     |                  |             |                  |                   |                                               |
|                     |                  |             |                  |                   |                                               |

FÖRDELNING %



## FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

## VECKAN SOM GÅTT

Under förra veckan minskades aktieandelen i portföljen, vilket med facit i hand var rätt beslut. Börsen har fortsatt sin nedåttrend, och även portföljens innehav har fallit. I veckan har makrodata bekräftat en stark och synkroniserad tillväxt globalt, vilket vi tolkar som positivt för aktiemarknaden.

För 2018 värderas OMXS30 till P/E 16,6, och estimat rörande en vinsttillväxt om 12,4 % förväntas. Samtidigt är direktavkastningen 3,8 %, vilket gör att utsikterna för börsen ser relativt goda ut. I denna miljö bedömer vi att det fortsatt är viktigt att vara selektivt gällande enskilda aktier. Vi tror att det finns flera intressanta köplägen i nuvarande sentiment och tesen att köpa mer när börsen faller tror vi är aktuell framgent.

I veckan har inga förändringar ägt rum i portföljen, bortsett från att vi fick tilldelning i Awardit. I portföljbolagens nyhetsflöde noterades bland annat att DDM gör ett nytt förvärv av en skuldportfölj, samt att bolaget fortsätter att sänka finansieringskostnader genom att emittera obligationer. Alcadon hade även en kapitalmarknadsdag i veckan, där det framkom att Spiltan köpt aktier i bolaget. Vidare tydliggjordes bolagets strategi, vilken vi fortsatt ser positivt på.

Senaste veckan har Aktietorgets Index fallit med 0,2 %, vilket kan jämföras med OMXS30 som föll med 1,39 %. Portföljens utveckling summerade till -3,38 %.

## ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 33 %. I veckan hade Alcadon en kapitalmarknadsdag, som enligt vår mening ytterligare stärker investeringscasen; bland annat har Spiltan valt att investera i bolaget.

## AWARDIT

Awardit går till börsen med en post-money värdering om EV/EBITDA 8,8x och en direktavkastning om 7,7 % på 2017E. I och med noteringen möjliggörs förvärv vilket både bär för möjligheter i form av kraftig om-sättningsstillväxt men också risker i form av marginalpress. Givet en target-multipel på EV/EBITDA 13x finns en uppsida om 46,4 % på 2018E.

## ADDERACARE

AdderaCare AB är en nordisk företagsgrupp bestående av fyra bolag inom hjälpmedelssektorn. Bolaget verkar i ett lukrativt utrymme där konventionella PE-bolag inte förmår att täcka transaktionskostnaderna. Således har Addera en möjlighet att genomföra billiga förvärv av kassaflödespositiva bolag med stabila intäkter. Genom en multipelregression på 2018E anses ett indikativt aktiepris om 23,68 vara motiverat i Base case.

# 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 frånsäger 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.

## 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 positiv 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.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Net Gaming Europe, Alcadon Group, Tourn International, Matra Petroleum, DDM Holding, Awardit och Medistim.

**Gustaf Nordin äger aktier i:** DDM Holding, Net Gaming, Drillcon, Matra Petroleum och Alcadon.

**Anton Ljung äger aktier i:** Alcadon

**Olle Göransson äger aktier i:** Net Gaming

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2017). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2017  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)