

# VETERANPOOLEN AB

ANALYTIKER: WILHELM SONDÉN

## ÖVERSIKT



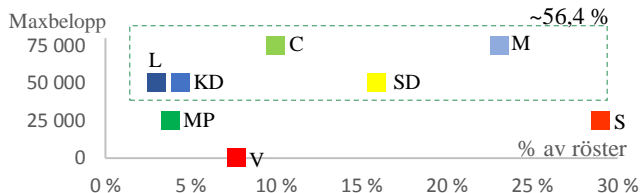
Veteranpoolen har haft en stark kursutveckling sedan särnoteringen genom utdelning till aktieägarna av HomeMaid. Sedan dess har produktionstimmarna kraftigt ökat, medan rörelsemarginalen kortsiktigt minskat. En franchisemodell med underliggande lönsamhetsproblem, samt en överhängande politisk risk är värt att beakta vid ett investeringsbeslut. På 2019 års prognos ges dock en uppsida om ca 10 % (12x EV/EBIT).

**Veteranpoolen AB** ("Veteranpoolen" eller "Bolaget") är en liten aktör inom bemanningsbranschen med fokus på deltidsbemanning av seniora resurser. Inom sitt segment är Bolaget Sveriges största med ca 6 600 anknutna pensionärer, i totalt 41 regioner. Flertalet av Veteranpoolens kontor drivs av franchisetagare som upprätthåller och utvecklar Veteranpoolens verksamhet inom en specifikt region. Förutom bemanning genomför även Veteranpoolen entreprenad-uppdrag för företagskunder. Ungefär två tredjedelar av omsättningen kommer från tjänster inom trädgård, hantverk och hushållsnära tjänster, vilka säljs till privatpersoner. Resterande omsättning härleds till företagsbemanning inom exempelvis handel, transport, vård, ekonomi, administration. Inom detta område handlar det ofta om att hantera efterfrågetoppar eller sjukfrånvaro hos ordinarie personal.

Intäktsfördelning	2015	2016	Q3-17 (R12)
Privat	77 %	72 %	64 %
Företag	23 %	28 %	36 %

**Politisk osäkerhet med övervägande positiv utsikt.** Marknaden för hushållsnära tjänster är fragmenterad, med många lokala aktörer, likväl en betydande del svart arbetskraft. Skattereduktion i form av RUT- och ROT-avdrag är betydande för att branschen, likväl Veteranpoolen, ska kunna ha ett konkurrenskraftigt pris-erbjudande gentemot svart arbete, vilket föranleder en påtaglig politisk risk. I dagsläget är RUT-avdragets maxbelopp på 25 000 SEK, med 50 % avdrag (för personer under 65). Senast publicerad Sifo-undersökning visar en majoritet (56,4 %) för de partier som står bakom en potentiell höjning av detta maxbelopp, vilket kan komma att innebära en positiv efterfrågeutveckling på företagets tjänster. Maxbeloppet väntas öka till åtminstone 50 000 SEK, givet ett positivt valresultat i frågan, vilket innebär möjligheter att utöka återkommande uppdrag hos befintliga kunder, likvälmöjlighet att ta marknadsandelar från svartanställt arbete.

### Riksdagspartiernas ställning inom RUT-frågan



Källa: SIFO, Valbarometern april 2018

**Franchiselösning med god tillväxtpotential, trots underliggande osäkerhet kring lönsamhet.** En stor del av Veteranpoolens lokalkontor bedrivs som franchiseverksamheter, där Bolaget behåller en del av intäkterna medan franchisetagaren får en andel av rörelsens täckningsbidrag. Till dessa tillhandahåller Veteranpoolen även hjälp med centrala funktioner som fakturering, IT, RUT- och ROT-hantering och marknadsföring.

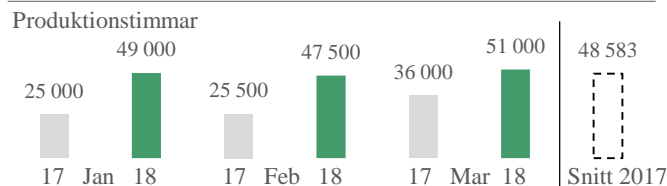
## NUVARANDE KURS

17,5 kr



Detta upplägg är positivt i termer av tillväxtpotentialer, samtidigt som det medför låga uppstartskostnader och stabila interna marginaler. Dock är ungefär hälften av lokalkontoren inte lönsamma i dagsläget, till följd av en stor andel nystartade kontor med låg volym. På längre sikt kan detta lönsamhetsproblem ha negativ påverkan på Veteranpoolen. Om distriktskontoren fortsätter att underprestera riskerar Bolaget att minska omsättning, likväl förlora lokal närvaro och konkurrens-kraft.

**Växande efterfrågan på bolagets tjänster.** Veteranpoolens produktionstimmor, som rapporteras löpande månadsvis, har befunnit sig i en starkt positiv trend. Vid nuvarande run-rate impliceras ca 590 000 h produktionstimmor för 2018, vilket kan jämföras med 583 000 h 2017. Från redovisad data är det svårt att utläsa eventuell säsongvariation, där antalet produktionstimmor mest sannolikt är högre under vår- och sommarmånader. I takt med fler datapunkter framgent kan prognosen dock bli mer träffsäker. Till detta har andelen företagstjänster har ökat, som ofta är arbete av mer specialiserad karaktär, vilket varit bidragande till ökad omsättning per produktionstimme.



**Uppside om 10 % i ett Base Scenario.** Veteranpoolen har handlas kring intervallet 10,5x-13,5x EBIT sedan senaste rapport (Q4-17), där aktiekursen ökat 8 % enbart under senaste veckan. En uthållig multipel sätts till 12x, enligt medianmultipel inom bemanningssektorn. Beaktningvärt är att den politiska risken är begränsad, men mer påtaglig än hos många andra aktörer. Även risken för höjd pensionsålder, likväl känslighet för reallöneutvecklingen, är underliggande osäkerhetsfaktorer. Givet att Bolaget lyckas uppnå en omsättning om 252 MSEK 2019 i ett Base Scenario, konservativt räknat, med en marginal om 8 %, indikeras en uppsida om 10 %. Ett Bear Scenario kan innebära att lönsamheten hos franchisetagarna är fortsatt bristande, resulterande i minskad omsättning 2019. Givet att Bolaget fortsatt bibehåller senast uppmätta rörelsemarginal om 7 % ges en indikerad nedsida om -35 %. I ett Bull Scenario fortsätter bolaget utvecklas i positiv riktning, och ansluter fler franchisetagare i nya distrikt. Befintliga lokalkontor når volym som innebär lönsamhet och därmed kraftigt ökad jämförelsebar omsättningsökning. Detta indikerar en uppsida om 48 %.

Scenario	Target EV/EBIT	Aktiepris	% (inkl. utdelning)
Base	12,0x	18,1 kr	10 %
Bull	14,0x	24,7 kr	48 %
Bear	9,0x	10,2 kr	-35 %

# 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 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.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

**Wilhelm Sondén äger aktier i:** Aspire Global, TalkPool, Nordic Leisure, Drillcon och Nordic Waterproofing.

**Patrik Nilsson äger aktier i:** Aspire Global

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

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