



Analyst Group

ADVISE GROUP AB

FÖRVÄRVSSTRATEGIN BÖRJAR BÄRA FRUKT

2019-01-16

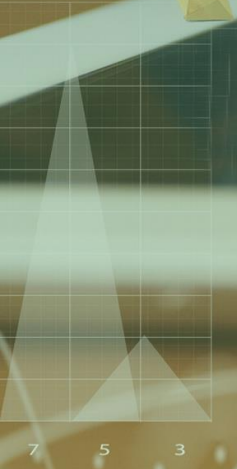
BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:

JOHAN BROWN & PATRIK NILSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

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

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

INNEHÅLL

ADDvise Group AB ("ADDvise, "Bolaget" eller "Koncernen") är ett koncernbolag som förvärvar och driver bolag i Health Care-sektorn. Bolaget har indelats i två Segment, *Lab* och *Sjukvård*. Bolagen som förvärvas låter ADDvise drivas vidare i en decentraliserad struktur, där de ursprungliga entreprenörerna med hjälp av koncernens resurser och kontaktnät har potential att föra sin verksamhet till nästa steg. ADDvise är noterade på Nasdaq First North Stockholm.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-14
Peer-analys	15
Värdering	16
Bull & Bear	17
VD-intervju, Rikard Akhtarzand	18
Ledning & styrelse	19
Appendix	20
Disclaimer	21



Värde drivare

ADDvise Groups strategi är att förvärva tillväxt genom nya dotterbolag som drivs autonomiskt inom koncernen. Historiskt har detta bidragit till en stabil omsättnings-tillväxt, vilket förutsätter att Bolaget har möjlighet att fortsätta göra förvärv. Historiken ger även en indikation på att ledningen har kompetens för att fortsätta att fullfölja denna strategi.

1



Historisk Lönsamhet

ADDvise har förbättrat lönsamheten de senaste åren. Samtidigt har de senaste 5 åren visat på volatila marginaler som har varit omkring 4 %, vilket är relativt lågt i jämförelse med konkurrenter.

3



Riskprofil

Bolagets förvävsstrategi i kombination med låg organisk tillväxt medför att ADDvise är beroende av att kunna fortsätta förvärva bolag. Med en hög skuldsättning (net debt/EBITDA om ca 12x) kan detta bli svårt framgent. Detta sätter även press på Bolaget att kunna generera starka kassaflöden genom en marginalexpansion för att sänka den relativa skuldsättningen, samt kunna bibehålla sitt förvävs-tempo.

3



Ledning & Styrelse

Med ett högt insiderägande och lång erfarenhet inom ledande befattningar, utgör ledning och styrelse en viktig del av Bolagets möjligheter framgent. ADDvise VD, Rikard Akhtarzand, äger ca 3 miljoner aktier och har tidigare bland annat erfarenhet som VD för det börsnoterade bolaget Formpipe Software. Ledningen har även erfarenhet inom Corporate Finance (företagsfinansiering), vilket anses relevant givet Bolagets förvävsstrategi.

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.

ADDVISE GROUP AB (ADDV)

FÖRVÄRVSSTRATEGIN BÖRJAR BÄRA FRUKT



ADDvise har sedan 2010 fokuserat på en tillväxtstrategi vilket har gjort att Bolaget har kunnat skapa en markant tillväxt. Denna förvärvsstrategi väntas leda till fler större lönsamma förvärv framgent. Bolagets ledande befattningshavare besitter en gedigen erfarenhet och inger förtroende med sitt höga insiderägande i Bolaget. Risker i Bolaget bedöms vara relaterade till den höga skuldsättningen och räntekostnader. I ett Base scenario motiveras en target-multipel omkring 8,8x (EV/EBITDA), baserat på en peer-grupp, vilket resulterar i ett potentiellt börsvärde omkring 110 MSEK 2020E.

■ Beprövad förvärvsstrategi genererar tillväxt och potentiellt en marginalexpansion

ADDvise har sedan 2010 förvärvat ett tiotal dotterbolag, något som har genererat en markant försäljningstillväxt. Bolaget har kommunicerat att de kommer att fortsätta med denna expansiva strategi, med nya finansiella mål om att växa 20 % per år. Bolaget väntas därav bibehålla, och även öka, sin förvärvstakt jämfört med vad som har skett historiskt. Förvärven kan ske till relativt låga multiplar, historiskt har majoriteten av förvärven gjorts till EV/EBITDA om 4x-6x. Förvärven väntas även bidra till en ökad marginal, ADDvise senaste förvärv har visat på en EBITDA-marginal runt 10 %, vilket ligger i linje med Bolagets finansiella mål. Detta är högre nivåer än vad Koncernen visar på idag, vilket gör att förvärven väntas vara den primära drivaren mot de utsatta målen.

■ Styrelse och ledning besitter god erfarenhet

Styrelse och ledning besitter en gedigen erfarenhet av bolagsstyrning där det bland annat finns erfarenhet från styrelseuppdrag i större koncerner. Vidare finns även en god erfarenhet från företagsfinansiering och förvärv, något som bevisats genom de förvärv som Bolaget genomfört och bedöms vara en viktig del framöver. ADDvise VD Rikard Akhtarzand äger nästan 3 miljoner aktier i Bolaget och överlag visar de ledande befattningshavarna på ett högt insiderägande, något som inger förtroende.

■ Motiverad target-multipel om 8,8x (EV/EBITDA)

Genom en multipelvärdning baserad på en peer-grupp inom liknande branscher och med liknande koncernstrukturer motiveras en target-multipel om 8,8x på 2020 års prognos, motsvarande ett potentiell börsvärde om 110 MSEK, vilket resulterar i en potentiell uppsida om 35 %.

■ Stor skuldsättning och höga räntekostnader en risk

Bolagets räntebärande skuld uppgår till ca 190 MSEK, varav ca 140 MSEK i obligation med en ränta om 7,25 %. Nettoskuldsättningen i relation till EBITDA går över ca 12x, något som tyder på att balansräkningen är ansträngd. Detta bedöms vara en risk, då Bolaget i scenariot av en vikande försäljning relativt snabbt skulle behöva genomföra defensiva kapitalanskaffningar.

AKTIEKURS¹ | 0,96 SEK

VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOSE

BEAR 0,62 SEK	BASE 1,28 SEK	BULL 1,56 SEK
-------------------------	-------------------------	-------------------------

Värderingen baseras på flera antaganden. Både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

ADDVISE GROUP AB	
Stängningskurs (2018-01-15)	A:2,0 B:0,9
Antal Aktier (Efter emission januari 2019)	86 084 576
Market Cap (MSEK)	82,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	145,7
Enterprise Value (EV) (MSEK)	228,7
V.52 prisintervall (SEK)	A: 1,26-2,50 B:0,54-2,0

UTVECKLING (SERIE B)	
1 månad	32,0 %
3 månader	-29,7 %
1 år	-46,4 %
YTD	41,1 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: MODULAR FINANCE PER 2018-12-18)	
Per Åhlgren	29,98 %
Magnus Vahlquist	8,36 %
Rikard Akhtarzand	6,59 %
Caracal AB	4,97 %
Ingvar Jensen	4,16 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Rikard Akhtarzand
Styrelseordförande	Staffan Torstensson

FINANSIELL KALENDER	
Bokslutskommuniké	2019-02-21
Delårsrapport Q1 2018	2019-04-25

Prognos (base), tSEK	2017	2018E	2019E
Nettoomsättning	239 914	275 042	366 576
<i>Omsättningstillväxt</i>	23%	15%	33%
Bruttoresultat	96 574	112 767	150 296
<i>Bruttomarginal</i>	40%	41%	41%
EBITDA	12 141	15 373	29 028
<i>EBITDA-marginal</i>	5%	6%	8%
Nettoresultat	-9 978	-7 370	5 727
<i>Nettomarginal</i>	Neg.	Neg.	2%
EV/EBITDA	18,9	14,9	7,9
EV/EBIT	28,5	23,9	10,6
P/E	neg.	neg.	13,1

1. Baserad på viktad värdering mellan A- och B-aktie
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

INVESTERINGSIDÉ

ADDvise har under de senaste åren byggt upp en stor koncern med nio dotterbolag, vilka har förvärvats till relativt låga multiplar. Bolagets förvärvsstrategi väntas fortsätta och ännu större förvärv antas genomföras i framtiden. Med ett ökat fokus på god lönsamhet hos Bolagets förvärvskandidater väntas ett positivt kassaflöde inom närtid. I ett Base scenario baserat på en peer-grupp motiveras en target-multiplik omkring 8,8x EV/EBITDA för 2020E, vilket motsvarar ett potentiellt börsvärde omkring 110 MSEK på 2020 års prognos.

Beprövad förvärvsstrategi skapar tillväxt och potentiellt högre marginaler

ADDvise tog under 2010 fram en ny strategi, som skulle få Bolaget att växa. Strategin grundade sig i att förvärva tillväxt, något som ADDvise har genomfört framgångsrikt. Bolaget har idag nio dotterbolag i sin koncern, där ett tionde i och med förvärvet som är på väg. ADDvise gick under 2017 ut med uppdaterade finansiella mål, där ambitionen är att växa med 20 % per år genom organisk och förvärvsdriven tillväxt, vilket ett mål om två förvärv per år ska möjliggöra. Bolaget har historiskt haft, och väntas framgent ha möjlighet till, att förvärva bolag till relativt låga multiplar. Detta till följd av att multiplarna ofta är lägre i onoterade miljöer i kombination med det goda renommé Koncernen har i branschen. Historiskt har ADDvise förvärvat majoriteten av sina dotterbolag till multiplar om EV/EBITDA 4x-6x, något Bolaget väntas fortsätta kunna göra, dock i den högre delen av intervallet till följd av att Bolaget måste leta efter allt större förvärv med allt högre marginaler. ADDvise väntas fortsatt genomföra flertalet förvärv, något som estimeras vara den primära tillväxt drivaren.

**MÖJLIGHET
ATT FÖRVÄRVA
TILL LÅGA
MULTIPLAR**

Bolaget visade under 2017 på en justerad EBITDA-marginal om 5,1 %, och väntas under 2018 nå en marginal om 5,6 % till följd av att ledningen den senaste tiden har allokert mer resurser till marginalförbättringar. Detta bekräftades via ett pressmeddelande daterat 9 januari, i vilket Bolaget rapporterade en ökad orderingång om 12 % Q4 mot jämförbart kvartal samt att Bolaget nu har en lägre kostnads massa tack vare synergier och kostnadseffektivisering. Framtida förvärv kommer vara den främsta drivaren till Bolagets estimerade marginalexpansion, något som det finska medtech-bolaget som är i en förvärvsprocess med ADDvise just nu visar på.

Erfaren och kompetent ledning med högt insiderägande

Ledning och styrelse visar på ett högt insiderägande med 27 % av A-aktierna och ca 3 % av B-aktierna. ADDvise VD, Rikard Akhtarzand, äger 1 963 859 A-aktier och 874 649 B-aktier i företaget, något som inger förtroende. Rikard har en djup erfarenhet från bolagsstyrning, där han bland annat tidigare har suttit som VD för det börsnoterade bolaget Formpipe Software. Vidare är majoriteten av ledande befattningshavare och styrelseledamöter aktieägare, samtidigt som de besitter en bred och relevant erfarenhet. Erfarenhet inom företagsfinansiering finns i ledningen, något som är högst relevant med Bolagets intensiva förvärvsstrategi. Övriga ledande befattningshavare har även erfarenheter från uppdrag i väsentligt större koncerner, något som blir allt mer relevant när ADDvise växer sig till en allt större och mer komplex koncern. Att Bolagets ledande befattningshavare har ett högt insiderägande och fleråriga erfarenheter från olika uppdrag inger ett förtroende om att dessa besitter relevant kompetens för att leda ADDvise framåt i rätt riktning.

Base scenario motiverar en potentiell uppsida om ca 35 %

Genom en multipelvärdering med en peer-grupp bestående av bolag inom liknande branscher samt liknande förvärvsstrategier, och en motiverad rabatt till följd av storlek och övriga bolagsspecifika risker motiveras en target-multiplik om EV/EBITDA 8,8x på 2020 års prognos. Med en estimerad EBITDA om 37 MSEK 2020E motiveras potentiellt börsvärde omkring 110 MSEK.

**EBITDA 37
MSEK
2020E**

Stor skuld och höga räntekostnader bedöms vara en risk

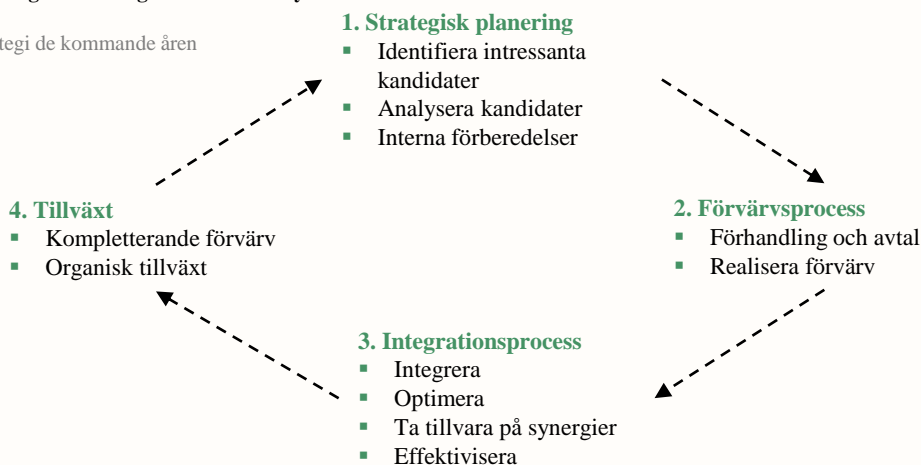
Att expandera så snabbt som Bolaget har gjort sedan 2010 genom förvärv har inneburit att ADDvise har behövt finansiera majoriteten av dessa med skuld. Balansräkningen är idag ansträngd, med en EV/justerad EBITDA (rullande 12 månader) efter den pågående emissionen om cirka 12x. Med räntebärande skulder om cirka 190 MSEK, där den utestående obligationen ger en ränta på 7,25 % har majoriteten av de kassaflöden som har varit kvar efter rörelsekostnaderna historiskt gått till räntekostnader. Bolaget väntas även fortsatt förvärva med skuld, något som kommer öka den absoluta skuldsättningen. Däremot väntas ADDvise kunna nå positiva kassaflöden inom närtid till följd av lönsamma förvärv, där det senaste förvärvet väntas bidra till lönsamheten markant. Detta till trots bedöms skulden som en riskfaktor. Vid en nedåtgående försäljning, med rådande likviditet i Bolaget, skulle defensiva kapitalanskaffningar kunna komma att bli nödvändigt.

BOLAGSBESKRIVNING

ADDvise är en hälsovårdskoncern vars strategi är att förvärva och driva bolag inom Bolagets två affärssegment: Lab och Sjukvård. Inom affärsområdet Lab är Bolaget en helhetsleverantör av laborationsrum, där ADDvise dotterbolag tillsammans har ett produkterbjudande som täcker hela kundens behov när ett nytt labb ska beställas. När ADDvise förvärvar ett bolag inom segmentet Sjukvård tillåts detta bolag skötas självständigt av entreprenören. Detta gör att Bolaget kan bibehålla en högre förvärvshastighet än vad som skulle vara möjligt vid mer omfattande integreringar av förvärv, som ofta innebär en mer tidskrävande process.

Bolagets förvärvsstrategi har bidragit till historiskt lyckad M&A-aktivitet.

Bolagets förvärvsstrategi de kommande åren



Källa: ADDvise

Affärsområdet Lab

Inom affärsområdet Lab agerar ADDvise som en ledande leverantör av helhetslösningar inom laboratorier. Segmentets kunder finns i både privat och offentlig sektor, där alla typer av forskningsenheter är aktuella då ADDvise kan leverera nyckelfärdiga laboratorier.



LabRum (tidigare KEBO Inredningar AB och LabRum AB)

tillträdde 2010 & 2016

KEBO Inredningar förvärvades under 2010 och markerade starten för ADDvise tillväxtresa med den nya, förvärvsfokuserade, strategin som anammats under samma år. De sammanslogs med LabRum som förvärvades under 2016, vilket var ADDvises ursprungliga labbverksamhet. Tillsammans är de ett ledande företag i Sverige inom laboratorieinredning, laboratorieutrustning och skyddsventilation.

ADDvise Tillquist (tidigare Sunnex Tillquist)

tillträdde 2012

ADDvise Tillquist producerar, säljer och utför löpande service på vågar som används inom läkemedelsindustrin, livsmedelsindustrin och i den allmänna industrin. Bolaget både tillverkar egna vågar under varumärket Stathmos, men är även återförsäljare av andra varumärken. Med egen produktion kan bolaget anpassa sina produkter utefter kundernas krav på ett bättre sätt, samtidigt som bruttomarginalerna generellt sett är bättre på egenproducerade varor.

Hettich Labinstrument

tillträdde 2017

Hettich Labinstrument är en leverantör av innovativ utrustning, förbrukningsmaterial och service för laboratorie- och processverksamhet inom industri, forskning och sjukvård. Centifuger, klimatskåp och Blodprovningsrör är exempel på produkter som Hettich erbjuder.

Intäktmodell Lab

Intäktmodellen inom Lab-segmentet varierar beroende på vad som säljs. När det gäller kärnverksamheten, leveransen av ett nyckelfärdigt labb, är detta projektbaserade arbeten som är beroende av större ordrar. Vidare mynnar ofta ett sådant projekt ut i ett serviceavtal som ger intäkter på en mer löpande basis. Detta till följd av att det ofta finns regulatoriska krav på underhåll och liknande, vilket gör det smidigt för kunden att använda sig av en leverantör som erbjuder både leverans av laboratoriet och även underhåll av detsamma. Dotterbolagen säljer även förbrukningsvaror till dessa labb, som även det är av en mer löpande karaktär. Sammantaget levererar segmentet både större orderintäkter samt löpande försäljning, med en större vikt på de större orderarna.

BOLAGSBESKRIVNING

Affärsområdet Sjukvård

I affärsområdet Sjukvård är ADDvise dotterbolag både producenter och distributörer av medicinteknisk utrustning. Affärsområdets kunder befinner sig inom ambulans- och akutsjukvård samt inom kirurgin.

IM-MEDICO Svenska AB

Tillträde 2012

Bolaget är marknadsledande i Sverige inom försäljning av väskor och bärsystem som används i svenska ambulanser. IM-MEDICO har möjlighet att anpassa sina väskor utefter kundernas behov. Bolaget levererar även utrustning och förbrukningsmaterial.

Sonesta Medical

Tillträde 2013

Sonesta är produktägare och utvecklare, vilka har en patenterad produktportfölj inom utrustning för patientpositionering inom främst urologi och gynekologi. Produkterna säljs via distributörer och bolagets största marknad är USA.

Surgical Tables Inc

Tillträde 2014

Surgical tables tillverkar och säljer operationsbord till sjukvården. Bolaget är en ledande aktör i denna bransch, och fokuserar främst på hälso- och sjukvårdsmarknader med god potential för tillväxt.

Germa AB

Tillträde 2017

Germa utvecklar, producerar och säljer ambulansutrustning såsom vakuummadrasser, splintarkuddar och båradrasser som kan användas vid immobilisering, stabilisering och fixering av en skadad kroppsdel. Bolaget tillverkar även bland annat pilotutrustning och flygoveraller.

Merit Cables Inc

Tillträde 2018

Merit Cables producerar medicintekniska kablar och kopplingsystem. Bolaget är baserat i USA, och har en bred kundbas som bland annat innefattar flertalet bolag från 'Fortune 500'.

Anonymt förvärv

Förväntat tillträde Q1 2019

ADDvise är i en process för att förvärva ett bolag 2019. Det gäller ett finskt bolag som erbjuder försäljning och service av högkvalitativ medtech-utrustning. Förvärvet väntas bidra till att ADDvise når sina finansiella mål, samtidigt som det visar på en gynnsam strategi.

Intäktmodell Sjukvård

Även i detta segment är intäktsinströmningarna varierande. Dels erhålls större ordrar, men även mer löpande försäljning av t.ex. förbrukningsvaror och även serviceavtal, ofta till följd av regulatoriska krav. Vad som karakteriserar Sjukvårdssegmentet jämfört med Lab-segmentet är att det genomförs mer löpande försäljning, och är således inte lika beroende av större ordrar.

ADDvise-koncernens kostnadsdrivare

ADDvise har under de senaste åren växt kraftigt i linje med den tillväxtstrategi som har lagts fram. Den kraftiga expansionen har gjort att Bolaget har ökat sin skuldsättning markant, rullande tolv månader ligger skuldsättningen i relation till EBITDA på 12x, efter nuvarande emission. Bolaget har en utestående obligation, med en ränta om 7,25 % (refinansierades från ca 10 % ränta under 2017). Detta gör att en stor del av Bolagets kassaflöden historiskt har gått till att betala räntekostnader, dessa kostnader lär öka i absoluta tal till följd av att Bolaget fortsatt väntas vara aggressiva i sin förvärvsstrategi.

ADDvise-koncernens strategiska utmaningar

ADDvise utmaningar framgent blir att fortsatt hitta lönsamma förvärv som kan bidra till att koncernen kan öka sin lönsamhet samtidigt som Bolaget växer i linje med sina finansiella mål. Vidare finns det en chans att Bolaget, om de når en väsentlig storlek och lönsamhet, har möjlighet att refinansiera sitt obligationslån till en förmånligare ränta.

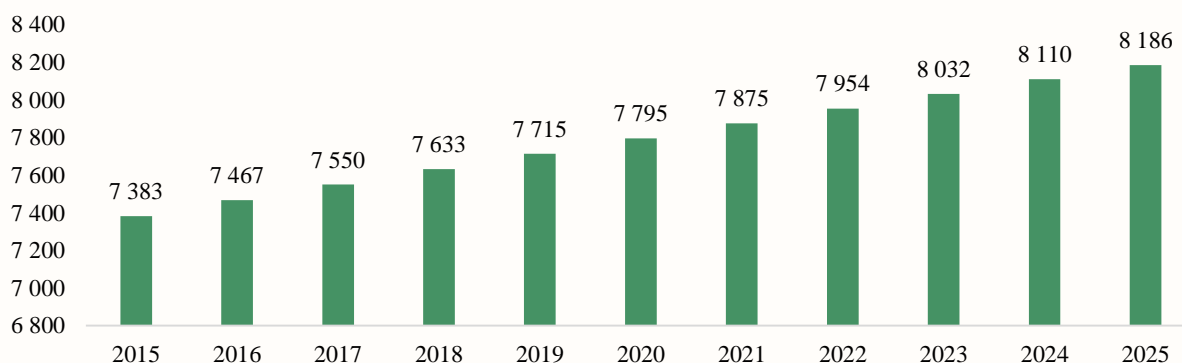
MARKNADSANALYS

Megatrender antas gynna ADDvise framgent

FN prognostiserar att världens befolkning kommer öka med ungefär 1 miljard människor fram till 2025. Cirka 30 % av denna miljard väntas vara till följd av den förväntade ökande livslängden.¹ Att världen ser en så omfattande tillväxt av befolkning, och framförallt att en stor del av tillväxten beror på att vi blir äldre, innebär en stor förändring. Det väntas göra att efterfrågan inom majoriteten av alla hälsovårdsområden kommer öka.

Den globala befolkningen väntas öka med cirka en miljard människor till 2025.

Global befolkning mellan 2015-2025 (tusental)



Källa: United nations (FN)

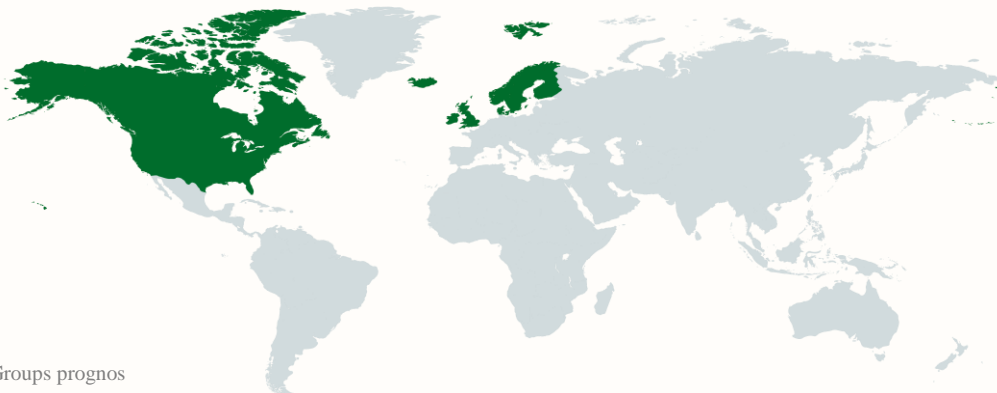
Dessa demografiska förändringar väntas resultera i att de globala utgifterna inom hälsovård kommer öka med en årlig tillväxttakt om 4,1 % mellan 2017-2021, en ökning från 1,3 % mellan 2012-2016.²

Geografiska marknader

Idag är ADDvise primära marknader Norden och Nordamerika, men levererar även produkter till övriga Europa och Asien. Bolaget bedöms vara relativt geografiskt diversifierat, och behöver således inte fokusera på speciella marknader vid framtida förvärv. Samtidigt bedöms Bolaget, till följd av dagens geografiska exponering, ha en större förvärvskompetens inom främst Nordamerika och Norden, där Bolagets historiska förvärv indikerar på att detta mönster kan fortsätta även i framtiden. Vidare bedöms Storbritannien potentiellt kunna bli en attraktiv marknad för Bolaget att söka sig till. Brexit har gjort att förvärvsmultiplarna för vissa bolag har sjunkit, och kan därav bedömas vara ett potentiellt expansionsområde för ADDvise.

Framtida förvärv prognostiseras i Nordamerika, Norden och Storbritannien.

Geografisk fördelning över ADDvise potentiella förvärvsmarknader



Källa: Analyst Groups prognos

¹ <https://www.pwc.com/gx/en/industries/healthcare/emerging-trends-pwc-healthcare/changing-demographics-healthcare-reform.html>

² Deloitte, "2018 Global health care outlook – The evolution of smart health care"

MARKNADSANALYS

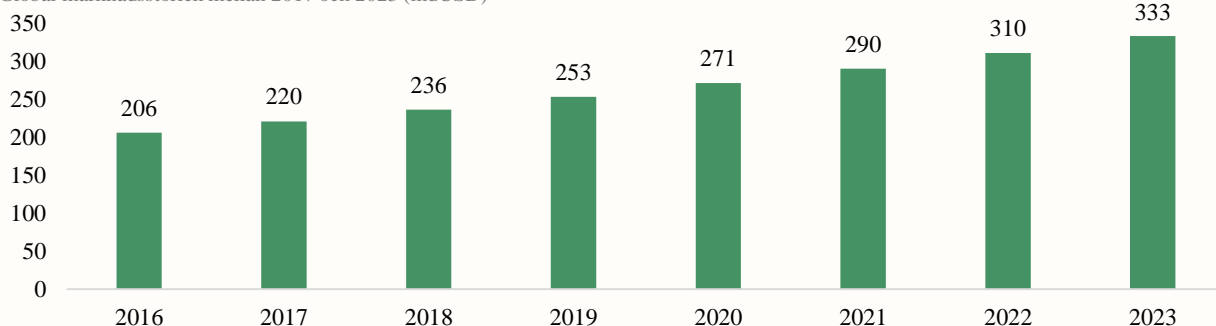
Affärsområdet Lab

ADDvise affärsområde Lab befinner sig i en växande marknad. Med en allt större befolkning, en teknikutveckling inom industrin och att bolag satsar allt mer på forskning och utveckling, väntas den årliga tillväxten inom laborationstjänstemarknaden uppgå till 7,1 % mellan 2017 och 2023.

Ytterligare en specifik tillväxtdrivare som ADDvise gynnas av i detta segment, som även är något som kan driva branschtillväxten, är trenden mot att världen blir rikare globalt, vilket påverkar människor på olika sätt. ADDvise ser att IVF-behandlingar potentiellt kan gynnas av detta och därmed bidra till betydande tillväxt inom Lab-segmentet. Kvinnor i I-länder skjuter upp barnafödande till åldrar då fertiliteten är väsentligt sämre än tidigare, vilket ökar efterfrågan på IVF-behandlingar. Med en allt rikare befolkning finns möjligheten att trenden kommer spridas i resten av världen, något som kan fortsätta driva på tillväxt.

Kliniska laborationstjänstemarknaden väntas växa 7,1 % årligen mellan 2017 och 2023.

Global marknadsstorlek mellan 2017 och 2023 (mdUSD)



Källa: Marketwatch

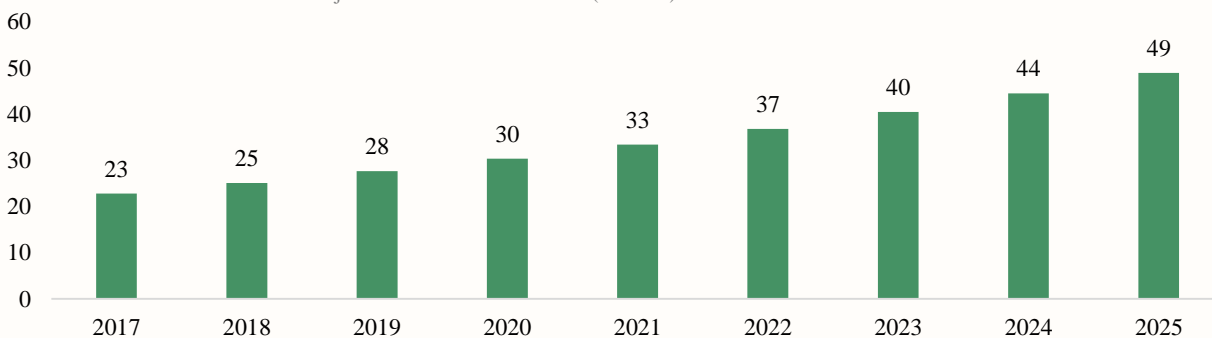
Affärsområdet Sjukvård

Affärsområdet sjukvård består idag till stor del av ambulanstjänster. Med ADDvise anpassade ambulansväskor, ambulansmadrasser etc. bedöms Bolaget besitta en relativt stark marknadsposition. Faktorer som att befolkningen blir äldre, hjärtsjukdomar blir allt vanligare och antalet trafikolyckor väntas öka är anledningar till att ambulanstjänstemarknaden väntas växa under de kommande åren. Totalt väntas marknaden växa 9,1 % årligen mellan 2018 och 2025.

En nisch som väntas växa inom ambulanstjänstemarknaden är vid icke akuta situationer, exempelvis medicinsk turism (folk som flyttar mellan gränser för att ta del av sjukvården i ett annat land). Denna marknad är inte av väsentlig storlek idag, men skulle potentiellt kunna bli en tillväxtdrivare för affärsområdet Sjukvård på längre sikt, då denna marknad bedöms kunna bli ett expansionsområde för främst privata aktörer.

Marknaden för ambulanstjänster estimeras växa 9,1 % årligen mellan 2018 och 2025.

Global marknadsstorlek för ambulanstjänster mellan 2018 och 2025 (mdUSD)



Källa: Marketwatch

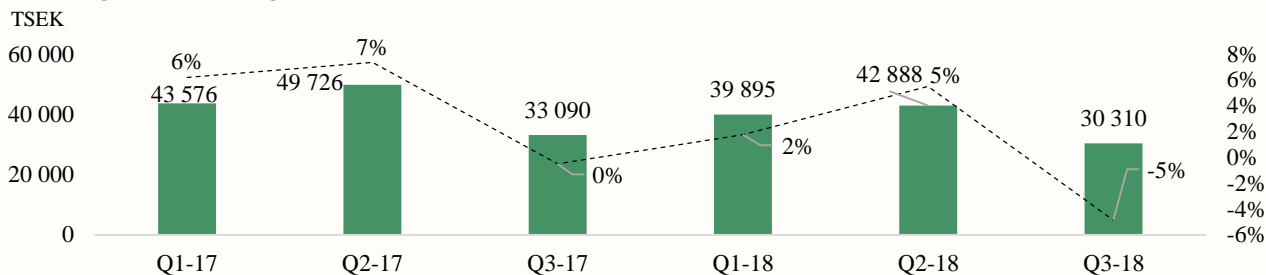
FINANSIELL PROGNOSS

Affärsområde Lab

Affärsområdet Lab har under 2018 gått sämre än rekordåret 2017. Avsaknaden av större ordrar har varit stor, vilket har lett till att segmentet under de första tre kvartalen 2018 har visat på en negativ omsättningstillväxt om 11 %. Det i sin tur har inneburit att segmentets EBITDA har minskat med ca 75 %.

Affärsområdet Lab har sett en vikande försäljning under 2018.

Omsättning och EBITDA-marginal Q1-Q3 2017, Q1-Q3 2018



Källa: ADDvise Group AB rapport

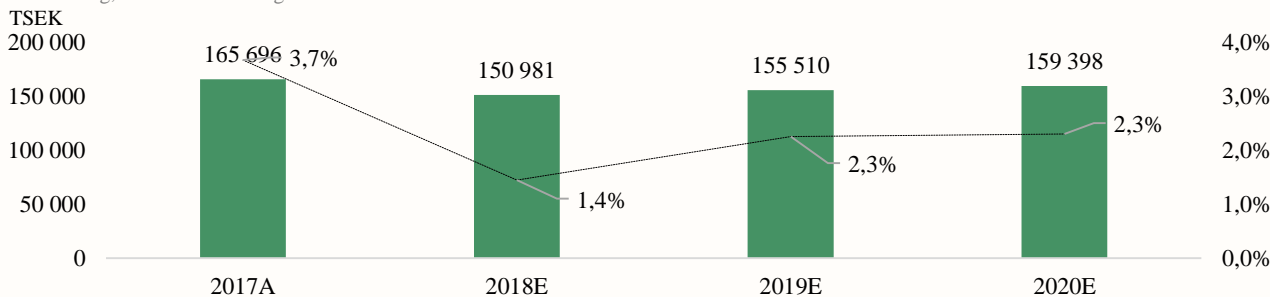
År 2017 blev ett rekordår för detta affärsområde, med flertalet ordrar av större karaktär. Detta gjorde att affärsområdets nettoomsättning uppgick till 166 MSEK. Analyst Group bedömer att dessa nivåer är möjliga att uppnå på längre sikt igen, men att segmentet organiskt inte kommer att generera den omsättningen på 2 års sikt. För att detta ska ske behövs ett antal större ordrar, vilka har varit färre under 2018 än under tidigare år. Samtidigt har Bolaget en stark position på en strukturellt växande marknad, vilket estimeras driva tillväxten för Lab framgent. Kunderna är välrenommerade privata aktörer samtidigt som flertalet offentliga upphandlingar har vunnits. Det tyder på att segmentets erbjudande håller hög kvalitet och efterfrågan på dessa *high-end*-produkter väntas fortsatt att vara stark.

Under 2019 prognostiseras segmentet att återgå till tillväxt, där en organisk tillväxt om 3 % estimeras. Segmentet kommer under 2019 ha svagare jämförelsetal, samtidigt som antalet större ordrar bedöms kunna öka från 2018, vilket anses vara något av ett mellanår för segmentet. Under 2020 väntas sedan den organiska tillväxten avta till 2,5 %. Bolagets dotterbolag bedöms då vara relativt mogna. Beroendet av större ordrar gör att denna tillväxt väntas vara volatil från år till år, men över tid prognostiseras den kunna uppnå en långsiktig tillväxt om 2 % till 2,5 %, drivet av den strukturella tillväxt som segmentet befinner sig i.

Under 2018 har segmentet visat att dotterbolagen har en relativt stor andel fasta kostnader. En intäktsminskning med 11 % under de första tre kvartalen har inneburit en minskning av segmentets EBITDA-resultat med 75 %. En annan anledning till denna marginalkontraktion bedöms även vara till följd av produktmixen. Försäljningen av större, nyckelfärdiga labb antas vara segmentets mest lönsamma försäljning som är av väsentlig försäljningsstorlek. Detta gör även att en marginalexpansion är att vänta vid den estimerade omsättningstillväxten. Mot bakgrund av detta prognostiseras segmentet kunna uppnå en EBITDA-marginal om 2,3 % 2020E.

Affärsområdet Lab prognostiseras leverera en omsättning om 159 MSEK med en EBITDA-marginal om 1,9 % 2020E

Omsättning, och EBITDA-marginal 2017A-2020E



Källa: Analyst Groups prognos

Nettoomsättning EBITDA%

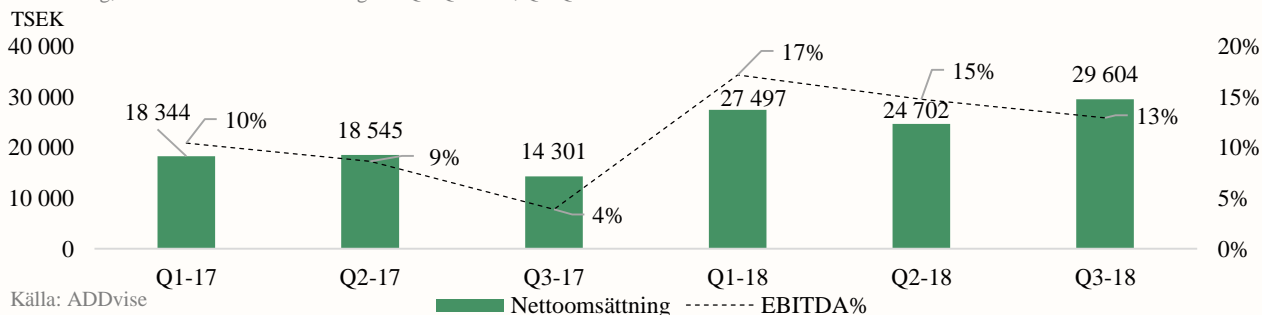
FINANSIELL PROGNOSES

Affärsområde Sjukvård

ADDvise sjukvårdssegment har under 2018 visat på en stark tillväxt. Tillväxten har varit driven av en ökad efterfrågan i Nordamerika, där dotterbolaget Sonesta Medical har drivit segmentets ökande försäljning med ett nytt, uppdaterat, produkterbjudande som har sett en markant ökad ordergång. Vidare har även förvärv genomförts som har bidragit till segmentets tillväxt ytterligare.

Affärsområdet Sjukvård har ökat försäljningen med 60 % under de första tre kvartalen 2018

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal Q1-Q3 2017, Q1-Q3 2018



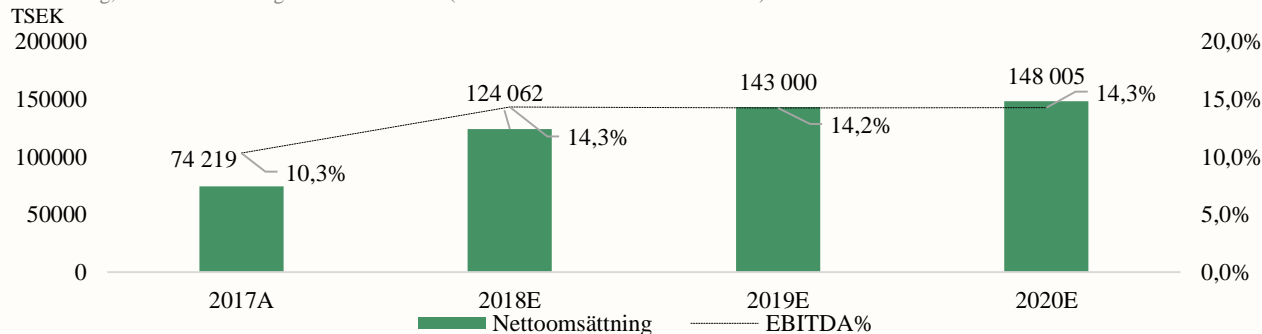
ADDvise sjukvårdssegment visar på en organisk tillväxt, något som väntas fortsätta framgent. Dotterbolagen bedöms tillsammans besitta en god, icke-korrelerande produktmix som gör att försäljningen i ett dotterbolag kompenseras för ett annat vid vikande försäljning av någon produkt. Detta i kombination med att segmentet ser en ökad efterfrågan, speciellt i USA, gör att tillväxtutsikten för affärsområdet Sjukvård ser positiv ut. Bolaget har historiskt, och väntas fortsatt investera 1 % till 2 % av nettoomsättningen i produktutveckling. Detta för att fortsatt kunna positionera sig inom *high-end*-segmentet och därav kunna undvika den prispress som annars skulle drabba ADDvise om lågprisaktörer skulle komma ikapp Bolaget gällande teknikhöjd och kvalitet.

Under 2019 väntas segmentet kunna fortsätta sin organiska tillväxt. Detta väntas vara drivet av den starka tillväxt som Sonesta Medical har visat upp under 2018 med sitt förnyade och förbättrade produkterbjudande. Vidare ser även segmentet en ökad efterfrågan i Nordamerika, en efterfrågan som väntas innebära fortsatt stark ordergång under 2019. Detta gör att segmentet estimeras leverera en organisk omsättningstillväxt om 4 % under 2019. Under 2020 estimeras segmentet visa på en organisk tillväxt om 3,5 %. Bolagets investeringar i produktutveckling bedöms vara avgörande för segmentets omsättning framgent då det finns flertalet lågprisaktörer, framförallt från Asien, som kommer komma ikapp i produktkvalitet om dessa investeringar inte görs. Bolaget har historiskt genomfört dessa investeringar effektivt, och väntas kunna behålla sitt teknikförsprång framgent. Med den starka marknadsposition som många av Bolagets dotterbolag har idag, väntas segmentet kunna fortsätta bibehålla en god, uthållig organisk tillväxt.

Sjukvårdssegmentet har historiskt varit det mest lönsamma inom ADDvise-koncernen, en trend som väntas fortsätta framgent. Flertalet av dotterbolagen producerar sina egna produkter, vilket uppskattas kunna generera en bruttomarginal omkring 50-60 %. Detta möjliggör en god potential för en marginalexpansion i segmentet, och att det är sjukvårdssegmentet som prognostiseras bidra mest till ADDvise finansiella mål om en EBITDA-marginal om 10 %.

Affärsområdet Sjukvård prognostiseras leverera en omsättning om 148 MSEK med en EBITDA-marginal om 14,1 % 2020E

Omsättning, och EBITDA-marginal 2017A-2020E (exkluderat det kommande förvärvet)



FINANSIELL PROGNOSS

Planerat förvärv av bolag

ADDvise är i en process för att förvärva ett finskt medtech-bolag ("Förvärvet"). Förvärvskandidaten kommer bidra markant till Bolagets räkenskaper, som estimeras omsätta 67 MSEK och visa på en EBITDA om 7,2 MSEK för helåret 2018, enligt prognos av ADDvise.

ADDvise räkenskaper efter förvärvet	ADDvise, (1/11-17-31/10-18)	Förvärv, (1/10-17-30/09-18)	Proforma
Omsättning (MSEK)	284,6	68,2	352,8
EBITDA (MSEK)	16,1	8,2	24,3
EBITDA-marginal	5,7%	12,1%	6,9%

Finansiering

ADDvise expansiva förvärvsstrategi har lett till en balansräkning med hög andel skuldsättning.

ADDvise skuldsättning (TSEK)	Rullande 12 månader (före emission Q1-19)
Räntebärande skulder (Q3)	188 894
Kassa (Q3)	10 673
EBITDA (rullande 12 månader)	16 110
Nettoskuld/EBITDA	11,1x

Den ansträngda balansräkningen, i kombination med att ADDvise utestående obligation innebär räntekostnader om 7,25 %, gör att stor del av kassaflödet som genereras går till räntekostnader, vilket även kommer påverka Bolagets finansiering vid nya förvärv. Bolaget har kommunicerat i sina finansiella mål ambitioner om att växa med 20 % årligen. Vid beaktning av de båda affärsområdenas organiska tillväxt förväntas majoriteten av tillväxten vara förvärvsdriven.

Under början av 2019 kommer ADDvise genomföra en nyemission om ca 25 MSEK före emissionskostnader, vilken är garanterad till 100 %. Bolaget avser använda hela emissionslikviden, tillsammans med 10 MSEK från egen kassa, för att förvärva bolaget, något som kommer sätta ytterligare press på kassan. Bolaget har dock kortfristiga placeringar om ca 8,8 MSEK, som väntas realiseras till kassa i samband med förvärvet

Kassa i samband med förvärvet	Kassa (tSEK)
Estimerad kassa efter nyemission januari 2019 (inklusive korta placeringar i räntepapper om ca 10 MSEK)	45 778
Köpeskillning för förvärvet	33 000
Estimerad kassa efter förvärvet	12 778

Mot bakgrund av Bolagets något ansträngda kassa, och att Bolaget fortsatt väntas genomföra förvärv för att driva sin omsättningsstillväxt, bedöms den mest sannolika finansieringen vid framtida förvärv vara med 100 % skuld. Detta är dock inte garanterat, utan andra finansieringsmöjligheter kan uppstå vid ytterligare förvärv av bolag. Bolaget har utrymme för att utöka sin nuvarande utestående obligation med cirka 100 MSEK. Denna möjlighet väntas ADDvise komma behöva använda för att finansiera sin fortsatta förvärvstillväxt.

Förvärv framgent i respektive affärsområde

Framtida förvärv estimeras främst genomföras inom affärsområdet Sjukvård. I affärsområdet Lab är Bolaget redan en helhetsleverantör av nyckelfärdiga Lab, vilket gör att det inte finns ett stort behov av att utöka produktportföljen. Det gör att strategiska förvärv i detta segment främst skulle göras för ökad geografisk diversifiering. Med det sagt fokuserar ADDvise främst på räkenskaperna i ett förvärv, och om en förvärvskandidat inom Lab visar på god lönsamhet i enlighet med de finansiella målen, kan det fortsatt vara aktuellt med förvärv även inom Lab. Däremot visar Bolagets Sjukvårdssegment upp en större lönsamhet, vilket tyder på att bolag i det segmentet generellt bör anses mer intressanta. Sjukvårdssegmentet är betydligt bredare, vilket gör att det finns väsentligt många fler förvärvskandidater, samtidigt som dessa ger en större produktmix vilket ger en ytterligare diversifiering mot specifika nischer. Därav antas majoriteten av framtida förvärv konsolideras i affärssegmentet Sjukvård.

FINANSIELL PROGNOSS

Förvärvsmultiplar

Historiskt har ADDvise vanligtvis genomfört förvärv till multiplar om EV/EBITDA 4x-6x. I takt med att Bolaget växer kommer fler företag bli möjliga förvärvskandidater, då allt större förvärv blir möjliga. Samtidigt satsar Bolaget på att nå sina finansiella mål, där ett av dessa är att nå en EBITDA-marginal om 10 %. Att ADDvise kommer behöva förvärva allt större bolag, ofta med högre marginaler än vad tidigare förvärv har visat på, gör att Analyst Group estimerar att framtida förvärvsmultiplar kommer befinna sig i den högre delen av det historiska intervallet. Ett antagande om att framtida förvärvsmultiplar kommer vara runt EV/EBITDA 5x-6x bedöms vara rimligt.

Estimerade förvärv 2019

Genom det planerade förvärvet kommer ADDvise under 2019 nå sin finansiella målsättning om 20 % tillväxt. ADDvise estimeras även utföra ytterligare ett förvärv under året. Efter förvärvet kommer däremot balansräkningen vara ansträngd, varför ett förvärv av något mindre storlek antas av Analyst Group. ADDvise väntas lägga fokus på förvärvets lönsamhet, som är av stor väsentlighet för att kunna hantera skuldsättningen relativt EBITDA.

Baserat på ovan nämnda faktorer bedöms en omsättning om 20 MSEK vara rimlig, ADDvise har nått en storlek där ett förvärv av denna karaktär inte kommer ge en väsentlig *top-line* tillväxt, samtidigt som det har möjligheten att tillföra en desto bättre marginal. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten av bolaget som förvärvas under 2019 normaliseras till att ske omkring mitten av 2019, vilket innebär att endast 50 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernens räkenskaper för helåret.

ADDVISE
ESTIMERAS
FORTSÄTTA
FÖRVÄRVA TILL
ATTRAKTIVA
MULTIPLAR

Estimerade karaktärsdrag för ytterligare förvärv 2019 (tSEK)	Räkenskaper förvärv
Nettoomsättning	20 000
EBITDA	2 000
Köpeskillning	10 000

Som tidigare nämnts estimeras detta förvärv att genomföras med 100 % skuld. En utökning av den utestående obligationen är då det mest sannolika tillvägagångssättet. Till följd av hur ansträngd kassan väntas vara efter förvärvet är det sannolikt att Bolaget kommer utnyttja en större del av vad förvärvets köpeskillning blir, något som har gjorts tidigare. Vid förvärvet av Merit Cables, där köpeskillningen uppgick till 11,9 MSEK, tog Bolaget upp 20 MSEK i skuld. Det bedöms vara en möjlig åtgärd för att Koncernen ska kunna driva rörelsen med en säkerhetsmarginal i kassan under resterande del av 2019.

Förvärv 2020

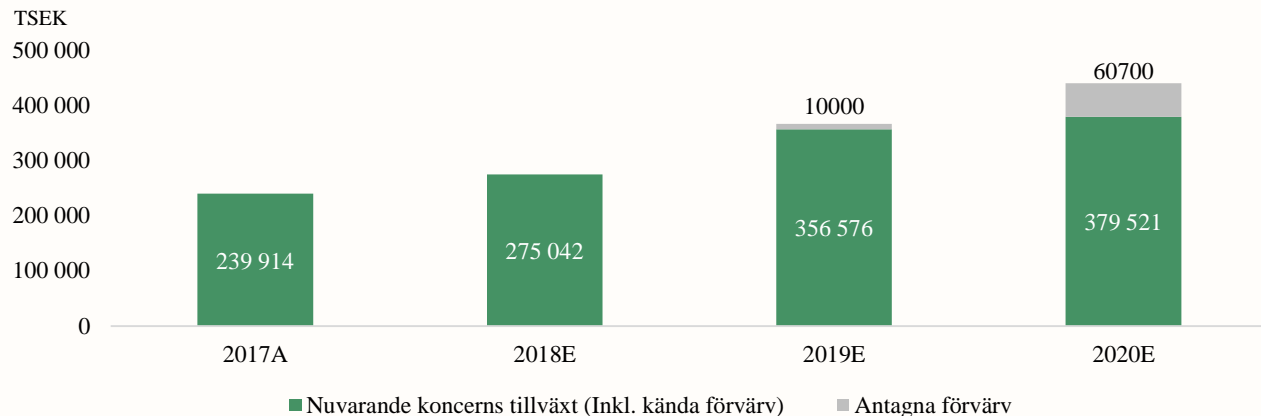
Under 2020 kommer ADDvise behöva vara mer aktiva på förvärvssidan för att nå sitt utsatta tillväxtmål. Bolaget kommer växa något med hjälp av sina båda förvärv under 2019, som inte blir konsoliderade under helåret, och estimeras behöva förvärva cirka 40 MSEK i omsättning. Med antagandet om att Bolagets förvärv konsolideras under mitten av året innebär det att Bolaget exempelvis väntas förvärva ett bolag med en omsättning på årsbasis om 80 MSEK, eller två bolag som omsätter 40 MSEK vardera. I företrädesemission får även befintligare aktieägare en teckningsoption om kommer kunna realiseras för att finansiera framtida förvärv, vilket ökar sannolikheten för ytterligare förvärv framgent.

ADDvise väntas även här fokusera på förvärvets marginaler, där en EBITDA-marginal om 10 % är rimlig att anta, givet de finansiella målen. Vidare antas en förvärvsmultipl om 6x EBITDA för förvärven eller förvärvet. Storleken i de förvärv som antas är större än de flesta förvärv ADDvise gjort historiskt, varför en högre multipl motiveras.

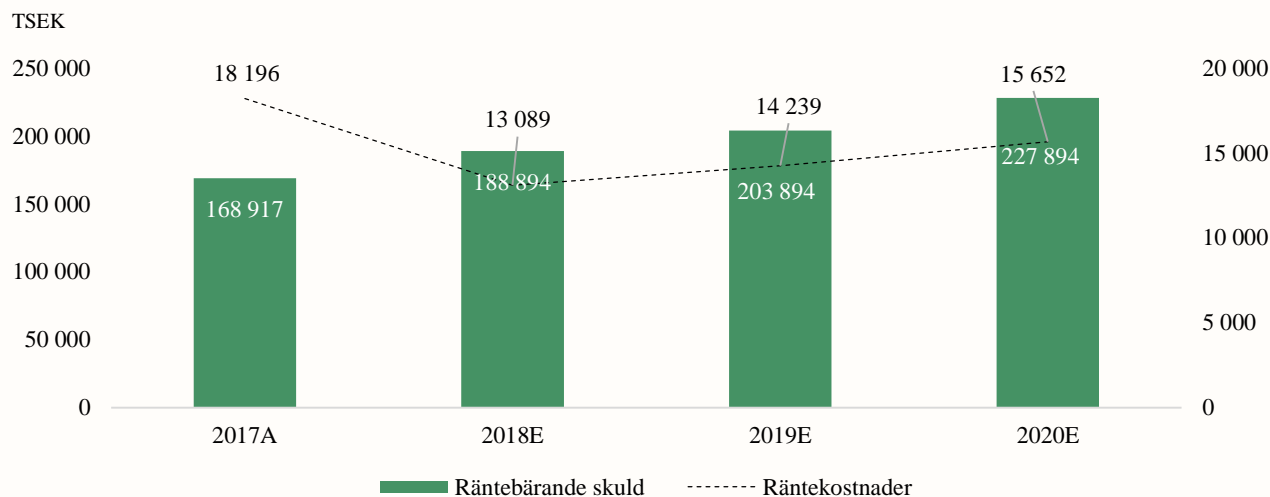
Rimlig förvärvad tillväxt 2020 (tSEK)	Räkenskaper förvärv
Nettoomsättning	80 000
EBITDA	8 000
Köpeskillning	48 000

FINANSIELL PROGNOSS

Tillväxt, organisk och förvärvsdriven



Räntebärande skuld och räntekostnader



tSEK	2017A	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	239 914	275 042	366 576	440 221
Kostnad sålda varor	-143 340	-162 275	-216 280	-259 731
Adj. Bruttoresultat	96 574	112 767	150 296	180 491
Bruttomarginal	40%	41%	41%	41%
Rörelsekostnader	-90 573	-97 394	-121 268	-143 991
EBITDA	12 141	15 373	29 028	36 500
EBITDA-marginal	5%	6%	8%	8%
Av- och nedskrivningar	-4 096	-5 787	-7 332	-8 364
EBIT	8 045	9 586	21 697	28 136
EBIT-marginal	3%	3%	6%	6%
Finansnetto	-18 196	-13 089	-14 239	-15 652
EBT	-10 151	-3 502	7 458	12 483
Skatt	4 750	-899	-1 589	-2 659
Nettoresultat	-5 401	-4 402	5 870	9 824
Nettomarginal	neg	neg	2%	2%

PEER-ANALYS

För att värdera Bolaget har en peer-värdering tillämpats där utvalda aktörer för jämförelse består av AddLife, Addtech, Lagercrantz, Indutrade och MedCap. Dessa bolag skiljer sig i vissa perspektiv från ADDvise men har samtidigt liknande affärsmodeller som till stor del består av att växa genom förvärv. Detta gör att utvalda peers anses lämpliga i den utförda relativvärderingen.



EV/EBITDA	EV/EBIT
21,8	34,1

Addlife förvärvar och utvecklar lönsamma nischbolag inom laboratorie- och medicinteknik. Förvärvade dotterbolag drivs som autonoma enheter, med totalt 32 st bolag i koncernen idag. Fokus är främst i Norden med majoriteten av kunderna inom sjuk- och hälsovård. Addlife är noterade på Nasdaq Mid Cap, värderas till 4,9 mdSEK (2018-12-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 2,5 mdSEK, med en EBITDA-marginal om ca 10,0%.



EV/EBITDA	EV/EBIT
13,9	16,6

Addtech är en teknikhandelskoncern som ska tillföra tekniskt och ekonomiskt mervärde i länken mellan tillverkare och kund. Verksamheten består av ca 120 självständiga bolag som säljer högteknologiska lösningar, främst till kunder inom tillverkande industri och infrastruktur. Addtech växer bl.a. genom förvärv och organisationen är decentraliserad, där varje dotterbolag får stor frihet under uppsatta mål. Addtech är noterade på Nasdaq Mid Cap och värderas till 10.5 mdSEK (2018-12-29). 12 månader rullande försäljning uppgår till 8,9 mdSEK, med EBITDA-marginal om 8,8 %.



EV/EBITDA	EV/EBIT
10,7	16,4

Handicare erbjuder lösningar och hjälpmedel för att möjliggöra ett mer aktivt liv för äldre människor och individer med fysiska förhinder. Handicare anställer ca 1 200 personer i Sverige, Nordamerika, Asien och övriga Europa. Bolaget består av tre segment: *Accessibility*, *Patient Handling* och *Puls*. Handicare är noterade på Nasdaq Mid Cap, värderas till 2,0 mdSEK (2019-01-10) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,0 mdSEK med en EBITDA-marginal om ca 9,2 %.



EV/EBITDA	EV/EBIT
11,4	17,0

Indutrade marknadsför och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll till industrin inom utvalda nischer. Koncernen skapar värde åt sina kunder genom att strukturera värdekedjan och effektivisera kundernas användning av tekniska komponenter och system. Karaktärsdrag för koncernen är produkter med god teknikhöjd och tillväxt genom förvärv, där förvärven får fortsätta sin verksamhet som tidigare och behålla sitt namn, kultur och ledning. Koncernen är således decentraliserad och dotterbolagen ges stor frihet. Indutrade är noterade på Nasdaq Large Cap, värderas till 24,4 mdSEK (2018-12-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 15,9 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 9,4 %.



EV/EBITDA	EV/EBIT
11,8	15,3

Lagercrantz Group är en teknikkoncern som erbjuder tekniklösningar med egna produkter samt med produkter från leverantörer. Inom koncernen finns ett 40-tal bolag, där varje bolag är orienterat mot en specifik delmarknad. Gemensamt för bolagen är att de levererar till andra företag (B2B), att de arbetar med höga förädlingsvärden med hög kundanpassning, service, support och tjänster. Verksamheten är decentraliserad, där varje dotterbolag följer särskilda mål. Lagercrantz är noterade på Nasdaq Mid Cap, värderas till 6.0 mdSEK (2018-12-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,7 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,0 %.



EV/EBITDA	EV/EBIT
17,1	41,6

MedCap förvärvar och utvecklar små och medelstora bolag inom Life Science för att sedan tillföra kompetens och kapital i kombination med långsiktigt ägande. MedCap är främst verksamt i Europa och fokuserar primärt på två områden, medicinteknik och specialistläkemedel. MedCap är noterade på Nasdaq Small Cap, värderas till 1,0 mdSEK (2018-12-29) och 12 månaders rullande försäljning uppgår till ca 690,0 MSEK, med en EBITDA-marginal om ca 12,0 %.

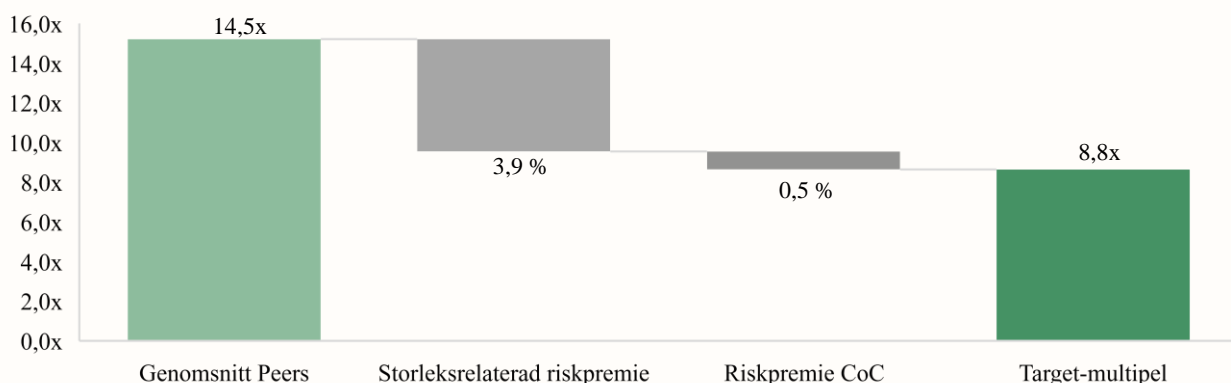
De utvalda aktörerna handlas till en snitt-multipel om 14,5x EV/EBITDA och en genomsnittlig EV/EBIT om 23,5x. Den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln anses rimlig givet bolagens kapitalstrukturer, affärsmodell och tillväxt, och kommer därav användas som utgångspunkt för att illustrera ADDvises potentiella börsvärde i ett Base, Bull och Bear scenario.

VÄRDERING

Aktörer med liknande verksamhet som ADDvise handlas idag till ett genomsnitt om 14,5x EV/EBITDA. I och med att ADDvise är en mindre aktör än jämförbara bolag och besitter en mindre kostnadseffektiv kapitalstruktur, motiveras en värderingsrabatt för Bolaget. Baserat på PWCs riskpremiestudie appliceras en storleksrelaterad riskpremie om 3,9 %. För att ta hänsyn till de höga kapitalkostnaderna i Bolaget adderas ytterligare en riskpremie om 0,5 %. Detta resulterar i en target-multipel om 8,8x EV/EBITDA.

En riskjusterad motiverad target-multipel om 8,8x EV/EBITDA på 2020 års prognos.

Motiverat target-multipel ADDvise



Källa: Analyst Group, PWC Riskpremiestudie 2018

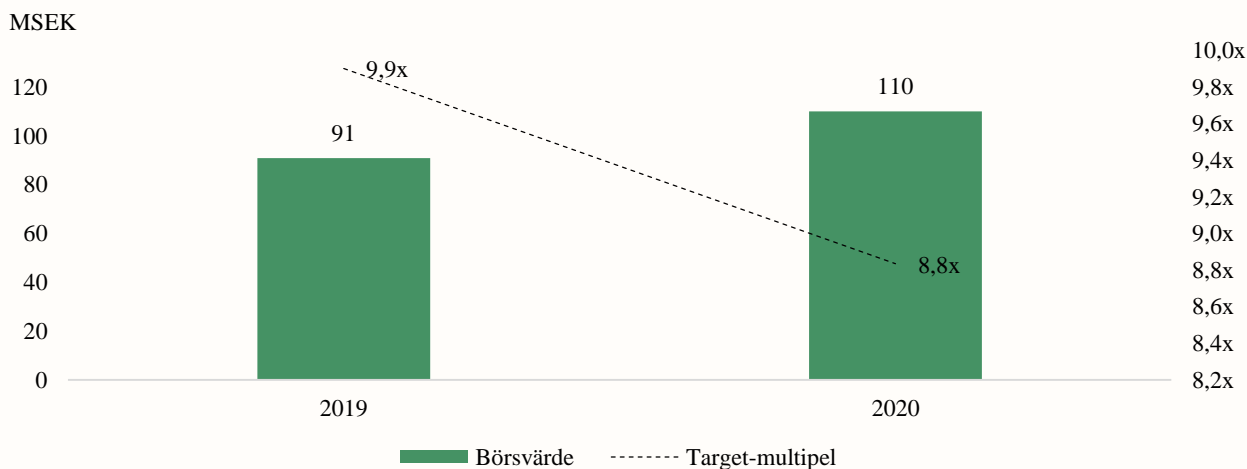
Ett motiverat potentiellt börsvärde om 110 MSEK i ett Base scenario

110 MSEK MARKET CAP I ETT BASE SCENARIO

I ett Base scenario estimeras Bolaget omsätta 440 MSEK med en EBITDA-marginal om 8,3 % 2020E, vilket motsvarar ett EBITDA-resultat om 36,5 MSEK. Detta väntas drivas av ytterligare förvärv till följd av utnyttjande av obligation i kombination med en organisk tillväxt om ca 3,5 % i sjukvårdssegmentet och ca 2,5 % i Lab-segmentet. EBITDA-marginalerna väntas stärkas till följd av bland annat skalfördelar. Med en target-multipel om 8,8x EV/EBITDA motiveras ett potentiellt börsvärde om 110 MSEK på 2020 års prognos, en uppsida om ca 35%.

I ett Base scenario motiveras ett potentiellt börsvärde om 91 MSEK och 110 MSEK 2019 respektive 2020E

Börsvärde och taget-multipel 2019E och 2020E



Källa: Analyst Group

BULL & BEAR

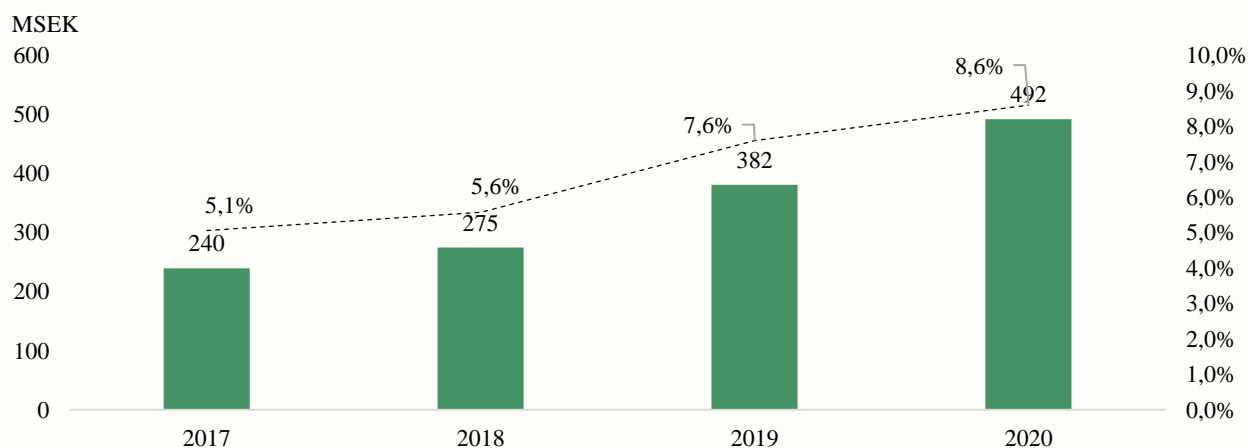
Bull scenario motiverar en potentiell uppsida om ca 62 %

134 MSEK
MARKET CAP I
ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario väntas segmentet Lab lyckas med att bibehålla ett högt inflöde av ordrar som motiverar en tillväxt om respektive 5 % och 4 % 2019 och 2020E. Efterfrågan för produkter och tjänster i Sjukvårdssegmentet i Nordamerika är högre än väntat vilket driver tillväxten tillsammans med ytterligare förvärv med en omsättning om 120 MSEK 2020E. Sammantaget resulterar detta i ett potentiellt börsvärde om 134 MSEK 2020E, med en target-multipel om 8,8x EV/EBITDA.

I ett Bull scenario estimeras stark organisk tillväxt och större förvärv de kommande två åren

Omsättning och EBITDA-marginal 2017-2020E



Källa: Analyst Group

■ Omsättning - - - - - EBITDA-marginal

Bear scenario motiverar en potentiell nedsida om ca 35 %

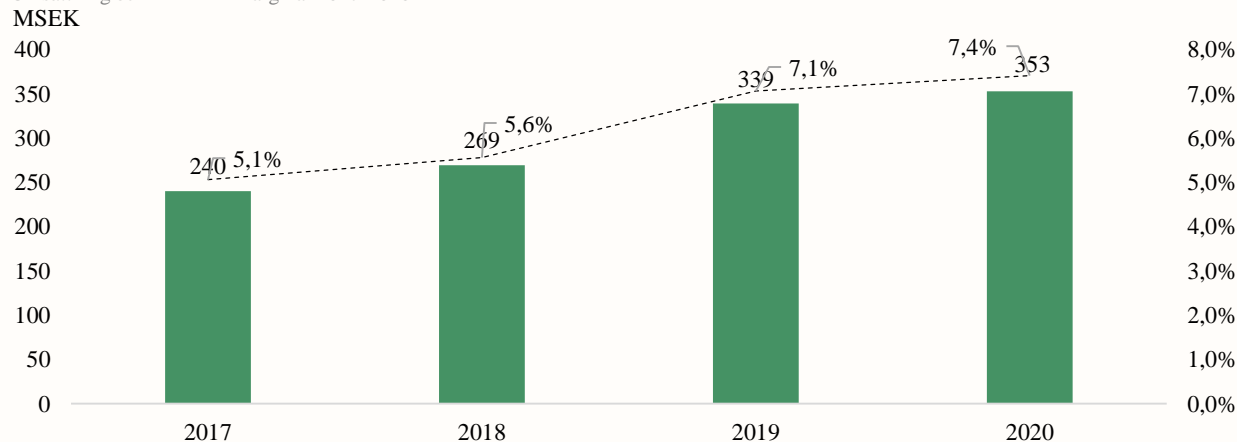
53 MSEK
MARKET CAP I
ETT BEAR
SCENARIO

I ett Bear scenario väntas segmentet Lab fortsätta den negativa organiska tillväxttrenden som har visats de senaste kvartalen. Detta estimeras vara ett resultat av att segmentet är beroende av större ordrar, vilket skapar osäkerhet och ingen garanti för framtida organisk tillväxt inom segmentet. Detta resulterar i en organisk negativ tillväxt om 3 % 2019 och 2 % 2020E. Segmentet Sjukvård genererar mer förutsägbara intäkter och väntas fortsätta växa 2,5 % organiskt 2019 och 2020E.

I ett Bear scenario väntas även Bolagets finansieringsmöjligheter vara begränsade då ADDvise har en stor andel räntebärande skulder idag, vilket skapar svårigheter vid anskaffning av kapital. Med relativt svaga kassaflöden blir potentiella förvärv osannolika, vilket motiverar en svag förvärvsdriven tillväxt. Sammantaget motiveras en potentiell omsättning om 353 MSEK 2020E med en EBITDA-marginal om 7,4 %. Med en target-multipel om 8,8x EV/EBITDA och en EBITDA om ca 26 MSEK 2020E motiveras ett potentiellt börsvärde om 53 MSEK i ett Bear scenario.

I ett Bear scenario estimeras svagare tillväxt och svårigheter att finansiera framtida förvärv

Omsättning och EBITDA-marginal 2017-2020E



Källa: Analyst Group

■ Omsättning - - - - - EBITDA-marginal

VD-INTERVJU, RIKARD AKHTARZAND



För de som inte tidigare har hört talas om ADDvise, kan du berätta lite om er verksamhet, vad ni gör och vilka marknader ni adresserar?

Vi är ett bolag utvecklar och säljer medicinteknisk och laboratorieteknisk utrustning. Vi har försäljning i många länder men våra huvudmarknader är Norden och Nordamerika. Sjukvården och forskningsintensiva verksamheter utgör huvuddelen av våra kunder.

Er koncern består av ett tiotal dotterbolag. Skulle du kunna beskriva de olika intäktsmodellerna?

Vi har flera olika intäktsmodeller i vår koncern där repetitiva intäkter från förbrukningsmaterial till sjukvården och intäkter från försäljning av kapitalvaror inom medicinteknisk utrustning är de största.

Finns det något dotterbolag i er koncern som du skulle vilja lyfta fram, som du skulle säga är extra intressant?

Våra amerikanska produktbolag STI, Sonesta och Merit Cables har haft mycket bra utveckling under 2018.

Ni genomför nu en emission om cirka 25 MSEK i samband ett förvärv. Kan du berätta lite mer om bakgrunden till förvärvet och om bolaget ni förvärvar?

Bolaget vi avser förvärva är ett medicintekniskt bolag i Finland som är branschledande i sitt segment. Genom förvärvet breddar vi vår verksamhet och stärker vår Nordiska plattform.

Om 3 år, vart ser du att ADDvise är då?

Ambitionen är att fortsätta vår kraftiga tillväxt inom våra två affärsområden Sjukvård och Lab dels genom organisk tillväxt dels genom kompletterande förvärv.

Vilka utmaningar möter ni dels idag, dels kan komma att möta framgent, för att nå dit ni vill?

En av våra utmaningar är att hitta förvärv som både passar in i vår koncern men också kan förvärvas till ett aptitligt pris.

Kan du nämna tre anledningar till varför ADDvise är en bra investering idag?

- Att vi verkar på en marknad med en underliggande stabil tillväxt som inte är särskilt konjunkturkänslig.
- Att vi bara är i början av vår tillväxtresa.
- Att vi har tagit flera steg mot våra finansiella mål.

LEDNING & STYRELSE



Rikard Akhtarzand, VD och Styrelseledamot

Rikard är utbildad inom juridik och statsvetenskap från Stockholms Universitet och har sedan studierna varit involverad i flertalet bolag via styrelseposter och inom ledningsgrupper, bland annat som VD för FormPipe Software AB. Detta innebär att Rikard Akhtarzand besitter extensiv erfarenhet inom bolagsstyrning och utveckling.

Rikard Akhtarzand äger 1 946 879 A-aktier och 857 649 B-aktier i Addvise Group AB.



Aaron Wong, CFO

Aaron Wong är utbildad inom redovisning och finans med en BA i Accounting and Finance från De Montfort University i England. Aaron har tidigare erfarenhet som Senior Financial Analyst på Jenssen-Cilag AB och har även arbetat som Finansdirektör på Informa Global Markets. Aaron Wong blev tillsatt som CFO för ADDvise Group AB 2018.

Aaron Wong äger inga aktier i ADDvise Group AB.



Erland Pontusson, COO

Erland Pontusson är utbildad civilekonom med examen från Stockholms Universitet och besitter lång erfarenhet inom affärsområden som innefattar medicinteknik och IT. Erland har suttit i ledande positioner på bolag såsom Philips, Fujitsu och LIC Care.

Erland Pontusson äger 29 420 A-aktier och 29 420 B-aktier i ADDvise Group AB.



Staffan Torstensson, Styrelseordförande

Staffan Torstensson är utbildad ekonom med en Master of Science i Business Administration från Jönköping International Business School. Staffan besitter idag en roll inom corporate finance som partner på Evli Bank och sitter även som styrelseledamot i Tuida Holding AB.

Staffan Torstensson äger 100 000 A-aktier, 100 000 B-aktier och 34 000 optioner i ADDvise Group AB.



Meg Tivéus, Styrelseledamot

Meg Tivéus är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm och har även läst medicin. Meg har erfarenhet från ledande befattningar och styrelseuppdrag från svenska och internationella bolag, men jobbar idag heltid med styrelseuppdrag. Några befattningar Meg har idag är som styrelseledamot i Swedish Match AB, Blomsterfonden, Close AB samt styrelseordförande i Readly AB och Arkitektkopia AB.

Meg Tivéus äger 16 400 B-aktier i ADDvise Group AB.



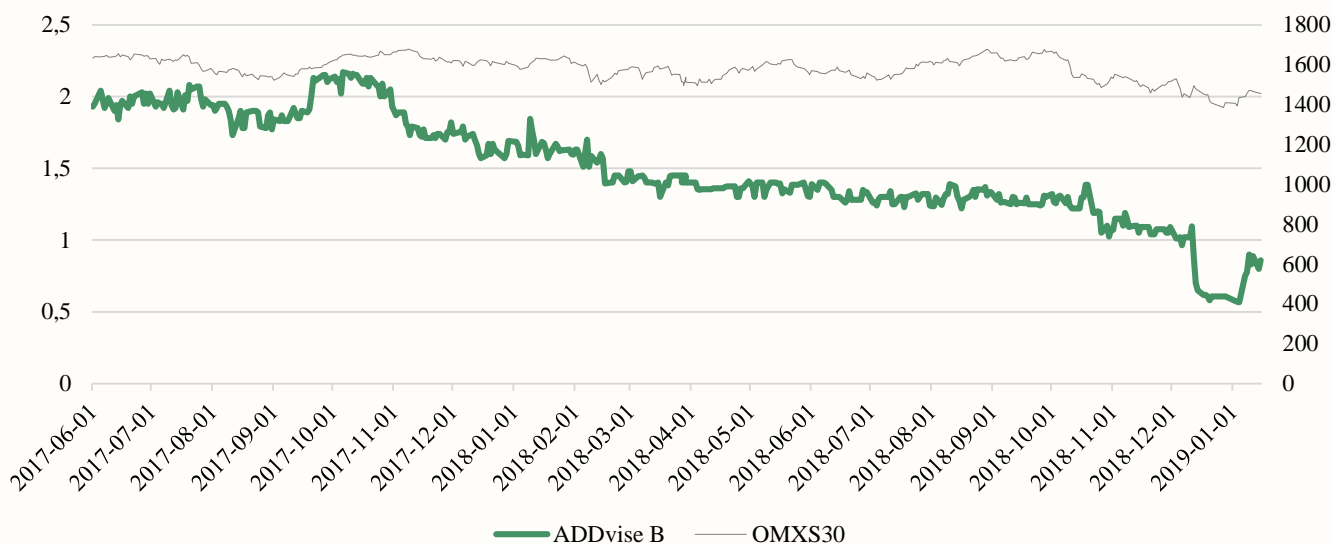
Fredrik Celsing, Styrelseledamot

Fredrik Celsing är utbildad civilingenjör från Chalmers Tekniska Högskola och har en mångårig erfarenhet i ledande befattningar såväl som styrelseposter för privata och börsnoterade bolag. Utöver sin styrelsepost i Addvise är Fredrik idag verksam som VD och koncernchef för Kamica Group AB och Amplex AB.

Fredrik Celsing äger inga aktier i ADDvise Group AB.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



MSEK	2016	2017	12 mån. rullande
Nettoomsättning	195 288	239 914	257 229
Aktiverat arbete för egen räkning	3 208	4 577	2 807
Övriga rörelseintäkter	12 181	1 563	982
Totala intäkter	210 677	246 054	261 018
Materialkostnader (COGS)	-118 789	-143 340	-150 015
Bruttoresultat	91 888	102 714	111 003
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	<i>39%</i>	<i>40%</i>	<i>42%</i>
Övriga externa kostnader	-23 939	-28 821	-30 375
Personalkostnader	-49 518	-59 545	-67 011
Övriga rörelsekostnader	-342	-2 207	-2 467
EBITDA	18 089	12 141	11 150
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>9%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>
Av- och nedskrivningar	-3 855	-4 507	-5 432
EBIT	14 234	7 634	5 718
<i>EBIT-marginal</i>	<i>7%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>
Finansnetto	-13 358	-18 196	-17 241
EBT	876,00	-10 562,00	-11 523,00
Skatt	-565	4 750	4 214
Nettoresultat	311	-5 812	-7 309
<i>Nettomarginal</i>	<i>0%</i>	<i>-2%</i>	<i>-3%</i>

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.

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

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **ADDvise Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

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