



Uppdragsanalys, 2017-02-24

ANALYSGUIDEN

Hedera Group



Bemanning som levererar

Den 23 februari presenterade Hedera fjärde kvartalsrapporten. Både omsättning och resultat kom in över våra förväntningar. Efter justeringar i prognoser beräknar vi det motiverade priset per aktie till 24,3 kronor (22,7).

Hedera Group är genom dotterbolag verksam inom bemanning och rekrytering med fokus på läkare, främst inom primärvården. Bolagets vd, Bertil Haglund, som också är största ägare, har en lång erfarenhet från bemanningsbranschen, däribland som en av grundarna till nuvarande NGS Group.

I genomsnitt har marknaden för bemanning inom den offentliga vården växt med 14 procent per år, mätt mellan åren 2012 och 2016. Gapet mellan utbud och efterfrågan på läkare och sjuksköterskor är fortfarande stort. Konkurrenterna är dock hård och marginalerna är pressade.

Igår, den 23 februari, presenterade bolaget sin fjärde kvartalsrapport. På helåret 2016 levererade Hedera en försäljning 141 miljoner kronor, cirka 9 procent över vår förväntan. Tillväxt rullande tolv månaders omsättning jämfört med förra kvartalets rullande tolv månader var 6 procent – i linje med

marknaden. Rörelseresultatet var cirka 7 procent bättre än väntat.

Med hänsyn tagen till rapportutfallet samt goda förutsättningar för ett av dotterbolagen (Pridoc) att öka omsättningen har vi justerat upp prognoserna för helåret 2017 med ungefär 6 procent. Det ger en prognostiserad försäljning om cirka 202 miljoner kronor vilket motsvarande en tillväxt om 17 procent från 2016. Notera att denna tillväxt fortfarande är under bolagets mål om 20 procent. Vidare låter vi den prognostiserade rörelsemarginalen för 2017 ligga kvar på 5 procent.

Trots gårdagens uppgång i aktien till 20,5 kronor handlas Hedera fortfarande till en rabatt mot jämförbara bolag i bemanningsbranschen, så som Dedicare och NGS Group. Efter ovan nämnda justeringar i DCF-modellen beräknar vi det motiverade priset per aktie till 24,3 kronor (tidigare 22,7) och behåller vår rekommendation Öka. ■

NYCKELTAL

mnkr	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettoomsättning	173	202	233	262	288	317
EBIT	5,4	9,9	12,3	14,8	17,6	20,9
EBIT-marginal	3,2%	4,9%	5,3%	5,7%	6,1%	6,6%
Implicit P/S	0,55x	0,47x	0,41x	0,36x	0,33x	0,30x
Implicit P/E	31,4x	12,6x	10,2x	8,5x	7,1x	6,0x

*Simulerad konsolidering i januari 2016

Källa: Prognoser, Jarl Securities

Riktkurs: 24,3 kronor ÖKA

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Bertil Haglund
 Styrelseordförande: Peter Näslund
 Största ägare: Bertil Haglund
 Börsvärde, mnkr: 78
 Lista: First North
 Aktuell börskurs, kr: 20,5

BÖRSTEMPERATUR



Ledning

Bolagets vd Bertil Haglund har tidigare varit med och startat verksamhet inom bemanning. Detta gjorde han framgångsrikt och vi har stort förväntningar för hans förmåga att leda även Hedera Group.



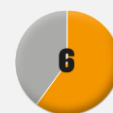
Ägare

Bertil Haglund är via Lectica Group bolagets största ägare vilket ger honom ett starkt finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse. Lectica hade per juni 2016 ett eget kapital om 35,5 miljoner kronor.



Finansiell ställning

Kassan är tunn men bolaget har tillgång till en checkkredit. Kassaflödet är positivt men kassalikviditetstalet är lågt.



Potential

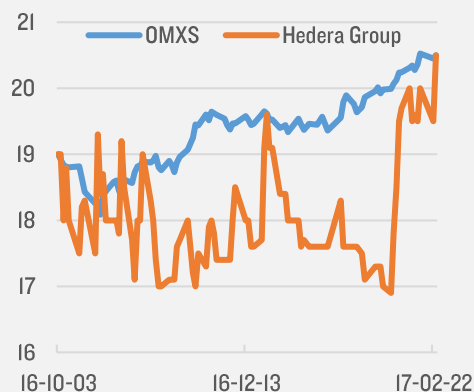
Bolaget har fokus på tillväxt liksom på att förbättra marginalerna. I dag är marginalerna låga och här finns uppsida. Därtill handlas Hedera-aktien till en rabatt mot jämförelsebara bolag.



Risk

Verksamheten är stabil med långa kontrakt. Motpartsrisken är relativt låg samtidigt som antalet motparter är relativt få. Tapp av viktiga uppdragsgivare kan ta tid att få igen genom andra uppdragsgivare.

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.

Investment case

Hedera Group är genom dotterbolag en av de större aktörerna på marknaden för bemanning av läkare. Marknaden för inhyrd personal inom den offentliga vården i Sverige var år 2016 värd cirka 4,6 miljarder kronor. Av denna marknad utgjorde inhyrda läkare cirka 74 procent. Resterande del kan främst hänföras till sjuksköterskor. Historiskt har tillväxten varit god, där sedan 2012 den årliga genomsnittliga tillväxttakten uppgått till 14,7 procent.

Under det fjärde kvartalet 2016 visade bolaget på en bra tillväxt. Av bolagets dotterbolag var det bara Pridoc som visade på negativ tillväxt. Pridoc har dock ingått ett avtal med Stockholms Landsting som under 2016 visat på stort behov och ökade sina kostnader för inhyrd personal andra mest efter Halland. Det skapar goda förutsättningar för Pridoc att vänta trenden under 2017.

Bolagets mål är att växa organiskt med 20 procent per år. Tillväxtstrategin är aggressiv och bygger delvis på förvärv, vilket vid en effektiv integration även kan bidra till ökade marginaler. Rörande rörelsemarginaler ligger målsättningen på 8 procent. Bolaget är inte riktigt där än, men målet är ingen omöjlighet. Till exempel hade branschkollegan Dedicare under fjärde kvartalet rörelsemarginaler om 11,9 procent. Dedicare är dock mätt i omsättning 3,5 till 4 gånger så stora som Hedera, vilket gör att Dedicare i en större utsträckning kan "späda ut" koncerngemensamma kostnader.

En majoritet av Sveriges landsting har satt upp en strategi liksom en tidsplan för hur och när psykiatri skall vara oberoende av hyrläkare. Därtill har Region Östergötland satt stopp för inhyrning av läkare även till primärvården. Historiskt har flertalet försök gjorts i syfte att stoppa hyrläkare men utan framgång. Politiska beslut utgör en av de främsta riskerna i denna marknad. Samtidigt skall noteras att kostnaden för hyrpersonal inom vården endast motsvarar en andel om cirka 3,6 procent av landstingens egna personalkostnader inom motsvarande segment. Därtill argumenterar branschfolk att hyrläkare är effektivare och därmed billigare.

Motiverat pris per aktie

För att beräkna ett motiverat pris per aktie har vi kombinerat en jämförelsevärdering med en DCF-värdering. Bolagets aktie handlas till en rabatt mot jämförbara bemanningsbolag, både i termer av försäljning och lönsamhet. Detta gör möjligen Hedera till en attraktiv uppköpskandidat för andra större företag i sektorn.

Efter ett starkt fjärde kvartal som överträffade våra förväntningar rörande både försäljning och resultat justerar vi upp prognoserna för 2017 i vår DCF-värdering. Genom att kombinera de båda modellerna beräknar vi ett motiverat pris per aktie om 24,3 kronor och behåller således vår rekommendation Öka. Eventuella händelser som kan förändra värderingen är bland annat information om förvärv liksom avvikelser från prognoser.

Hedera Group AB

Hedera Group AB:s (Hedera, bolaget eller koncernen) verksamhet med nuvarande inriktning startades år 2015 i samband med ett omvänt förvärv

av Läkarresurs FA Rekryt AB. Med förvärvet ändrades verksamhetens inriktning, från guldprospektering till rekrytering och bemanning. I samband med detta byttes även namnet från Kilimanjaro Gold Holding AB till Hedera Group AB. Den gamla prospekteringsverksamheten är numera helt avvecklad.

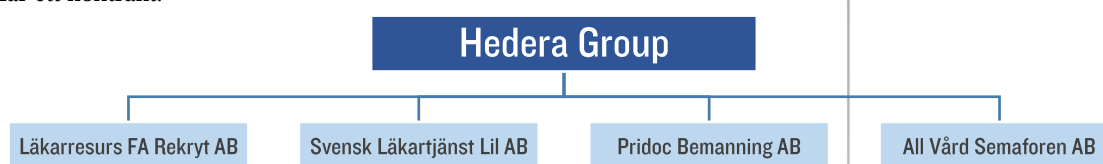
Säljaren av Läkarresurs FA Rekryt AB var investeringsbolaget Lectica AB som ägs av Bertil Haglund och Pyra Haglund. Betalningen skedde i aktier och dessa båda är nu genom Lectica AB bolagets största ägare. Bertil är en av grundarna till bemannings- och konsultföretag NGS Group, där Bertil satt som vd mellan år 2004 och 2010. NGS fokuserade då på bemanning inom psykiatrivården. Under perioden 2006 till 2010 gjorde NGS en fin resa med en genomsnittlig tillväxt per år om cirka 73 procent.

Bertil sitter nu som vd på Hedera och har uppenbarligen en beprövad erfarenhet av att driva bemanningsföretag med framgång.

Hedera-aktien handlas sedan den 15 januari 2016 på First North och har i skrivande stund ett börsvärde på cirka 67 miljoner kronor. Under perioden maj till september 2016 hade bolaget en omsättning på 89,9 miljoner kronor med ett rörelseresultat om 2,6 miljoner kronor. Resultat efter skatt uppgick till 1,8 miljoner kronor. Rullande 12 månader var omsättningen drygt 163 miljoner kronor och rörelseresultatet cirka 6 miljoner kronor. Under normala omständigheter har bolaget för avsikt att dela ut 50 procent av resultatet efter skatt till aktieägarna.

Fyra nischade dotterbolag

Att köpa bolag verksamma inom bemanning med fokus på läkare är en del av bolagets strategi för att växa och förbättra rörelsemarginalerna. Hittills har totalt fyra förvärv genomförts. De fyra dotterbolagen är samtliga nischade mot rekrytering och bemanning av läkare och sjuksköterskor inom vården. Rent principiellt kan dessa konkurrera mot samma kunder, men samordnar också sina resurser när någon av bolagen får ett kontrakt.



Tabellen nedan redogör köpeskillning och objektens respektive omsättning för helåret 2015.

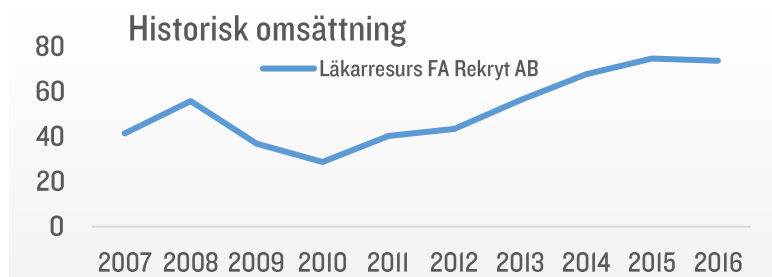
FÖRVÄRV					
(mnkr)	Köpeskillning	Nettotillgångar	Omsättning, 2015	EBIT, 2015	Resultat, 2015
Läkarresurs FA Rekryt AB	25,0	4,8	74,6	2,97	3,60
Svensk Läkartjänst Lil AB	12,0	1,0	56,2	1,15	0,56
Pridoc Bemanning AB	9,2	0,8	33,3	1,34	0,04
All Vård Semaforen AB	3,0	0,2	12,8	0,47	0,37

Läkarresurs FA Rekryt AB

Läkarresurs FA Rekryt AB (Läkarresurs) har varit verksamma inom läkarbemanning sedan 2006 och har sitt huvudkontor i Uppsala. Marknaden utgörs av både den offentliga liksom den privata vården runt om i Sverige.

Vd, Azim Fatan har fått utmärkelser för sitt jobb med Läkarresurs men även stött på gupp under resans gång. Nedan följer graf över dotterbolagens omsättning sedan 2007. Den årliga genomsnittliga tillväxten (CAGR) för perioden 2012 och 2015 var cirka 20 procent. Denna siffra kan jämföras med marknaden, mätt i kostnader för bemanning inom den offentliga vården i Sverige som under samma period hade en genomsnittlig årlig tillväxt om drygt 14 procent.

Under fjärde kvartalet 2016 var Läkarresurs bidrag till koncernens totala omsättning cirka 40 procent, ner från 45 procent föregående kvartal.



Svensk Läkartjänst LILAB och All Vård Semaforen AB

Svensk Läkartjänst LILAB (LILAB) startade 1990 och är verksamma inom bemanning av läkare liksom av sjuksköterskor. Ledningen med styrelse sitter i Linköping och hyr ut personal till både den offentliga och privata vården i Sverige. Den 6 februari har LILAB cirka 110 lediga uppdrag. **All Vård Semaforen AB (All Vård)** erbjuder bemanning till den öppna liksom till den slutna vården och är Hederas minsta dotterbolag i termer av omsättning.

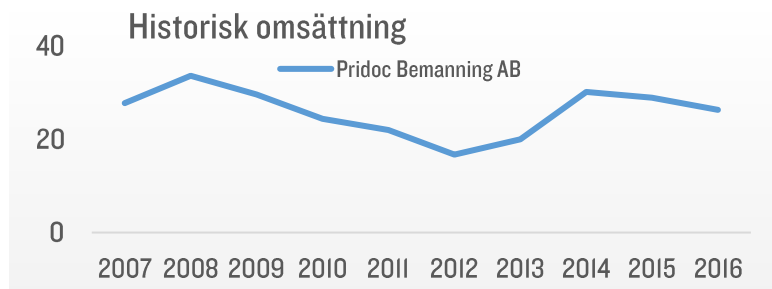
För perioden 2007 till 2016 har den gemensamma (LILAB plus All Vård) årliga genomsnittliga tillväxten varit cirka 17 procent.



LILAB och All Vård hade under fjärde kvartalet en gemensam omsättning om 24,5 miljoner kronor, vilket utgjorde 48 procent av koncernens totala omsättning under kvartalet.

Pridoc Bemanning AB

Pridoc Bemanning AB (Pridoc) fokuserar på bemanning av allmänläkare liksom på specialistläkare. Marknaden utgörs av den privata liksom den offentliga vården. Som framgår av Pridocs hemsida har Pridoc en databas som inkluderar cirka 5 000 läkare.



Under det tredje kvartalet 2016 hade Pridoc en omsättning om 6,4 miljoner kronor, vilket motsvarar cirka 16,3 procent av koncernens totala omsättning. Omsättning under fjärde kvartalet var 6,3 miljoner, motsvarande cirka 12 procent av koncernens omsättning. Pridoc har dock ingått avtal med Stockholms Landsting vilket ger goda utsikter för tillväxt under kommande år.

Bemanning av läkare

Det är inget nytt att de svenska landstingen hyr in läkare under kortare perioden utan detta fenomen fanns redan på 1980-talet. På den tiden var det ofta fast läkare anställda av landsting som jobbade extra i ett annat landsting. Sedan dess har pensionsavgångar i kombination med svårigheter med att få läkare under utbildning att specialisera sig inom allmänvård lagt grunden för den faktiska brist på läkare som råder i dag inom bland annat primärvården. Extra hårt drabbat är glesbefolkade orter dit det av olika anledningar är svårt att rekrytera läkare till fasta tjänster. Nu har dock bristen på personal spridit sig även till storstäderna. För att fylla tomrummet har en marknad för bemanning av läkare växt sig stor.

Hyrläkare (eller stafettläkare) är oftast inte anställda av bemanningsföretaget utan arbetar ofta i egna bolag. Dessa blir således underleverantörer till bemanningsbolaget. Det är inte heller helt ovanligt att läkaren i fråga har en fast anställning med jobbar extra genom bemanning.

Ramavtal mellan landsting och bemanningsbolag

Majoriteten av alla hyrläkartjänster tas in via ramavtal mellan landstingen och bemanningsföretagen. Ramavtalet förenklar för landstingen att löpande lägga ut uppdrag på bemanningsbolagen och sätter också villkoren för avropade uppdrag.

Vanligast är att avtal sätts upp med fem till tio stycken olika bemanningsföretag. Ett ramavtal löper vanligtvis under två år, men kan även ha en löptid på mellan ett eller tre år. Avtalen kommer oftast med en tillhörande option som ger landstinget möjlighet att förlänga avtalet med ytterligare ett till två år.

För att få så många uppdragsförfrågningar som möjligt är antalet landsting som är ramavtalsleverantören (läs Hedera med andra bemanningsföretag) har avtal med. Enligt ledningen har koncernens dotterbolag avtal med flertalet av Sveriges 21 landsting.

Uppdragstilldelning

Landstingen har olika system för vilket bemanningsbolag som får ta uppdragen. Ett vanligt förekommande system är att det bemanningsföretag

som nappar först på uppdraget får det. Ett annat system är att landstinget rangordnar bemanningsbolagen efter förmåga att leverera.

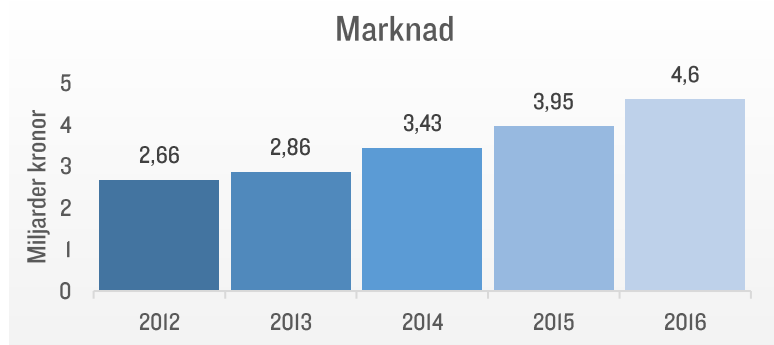
Detta sätter stor vikt på antalet läkare som Hedera har i sin databas. En stor databas ger större chans att läkare finns tillgängliga och bolaget kan snabbt ta på sig ett uppdrag när det avropas (läggs ut). En stor och användbar databas ger även ett gott förtroende hos landstingen då de kan räkna med leverans av läkare. Samtidigt kan en läkare ofta vara registrerad hos flera olika bemanningsföretag.

Att knyta sig an lojala läkare tror vi är en svår uppgift. Istället handlar det om att kunna erbjuda sin databas av läkare attraktiva uppdrag som matchar det som efterfrågas. Detta kan göras genom att få tillgång till så många uppdrag som möjligt vilket faller tillbaka på att knyta till sig landstingen via fördelaktiga avtal.

Marknaden för bemanning inom vården

Baserat på kostnader för inhyrd vårdpersonal värderades marknaden för inhyrd personal inom den offentliga vården i Sverige till 4,6 miljarder kronor år 2016. Det motsvarar en tillväxt med drygt 14 procent från 2015. Som framgår i grafen nedan har marknaden växt med nästan 73 procent mellan år 2012 och 2016.

Enligt SKL motsvarade 74 procent av marknaden kostnader för inhyrda läkare under 2016. Den andra stora yrkeskategorin var sjuksköterskor som utgjorde 22 procent av marknaden. Resterande 4 procent var annan inhyrd personal.



Som nämnts har marknaden historiskt haft en bra tillväxt, främst orsakat av att efterfrågan på läkare specialiserade på allmänvården överskrider utbudet. Den ekonomiska situationen i kombination med befolkningens tillväxt är två rimliga faktorer som antas styra efterfrågan på läkare även framöver.

Enligt SCB:s prognoser kommer befolkningen i Sverige att öka med cirka 1,5 procent årligen de kommande åren, vilket är en historiskt mycket hög siffra. Vidare prognostiserar SCB att Sverige år 2024 har en befolkning överstigande 11 miljoner. Det talar för en fortsatt god efterfråga på läkare. I Sveriges läkarförbunds rapport "Arbetsmarknadsprognos 2012 - 2027" framgår att inkluderat nettoinvandring kommer antalet läkare att öka med cirka 25 procent jämfört med 2012 års nivå.

Efterfrågan liksom utbudet kommer sannolikt att öka i tandem. När och om de både kommer att mötas är svårt att avgöra. Vidare är behovet som störst av specialister inom allmänvården. För att täcka luckan inom detta område krävs incitament att utbilda sig inom just detta område, något som historiskt inte funnits.

Kort historik per utvalda landsting

Historiskt har Skåne, Västmanland, Norrland, Dalarna, Södermanland och Västra Götaland genererat flest uppdrag till Hedera. 16 av de 21 landsting redovisade ökade kostnader för inhyrd personal mellan 2015 och 2016.

Skåne liksom Västmanland tillhör ovanstående grupp. De båda har ökat sina kostnader för inhyrd personal de två senaste åren. Skåne har en låg andel kostnader för inhyrd personal relativt den egna personalen. Det skapar utrymme för ytterligare uppdrag till Hedera även framöver. För Västmanland ligger motsvarande siffra över riksgenomsnittet.

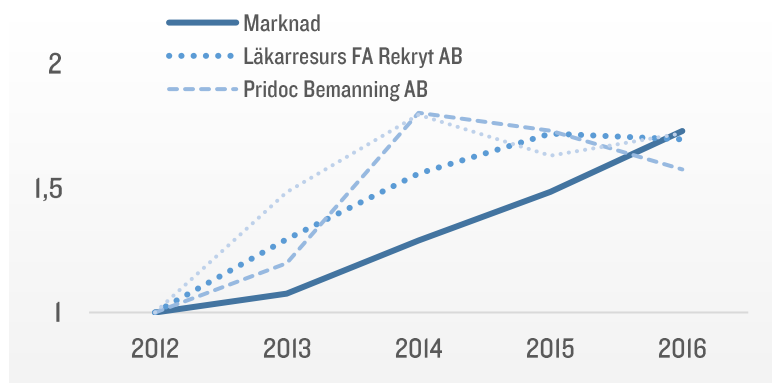
I Norrland har landsting som Västernorrland liksom Norrbotten svårt att rekrytera fast personal. Detta framgår av att de båda har de två högsta andelarna inhyrd personal relativt den egna fast anställda personalen. Halland, Stockholm och Jönköping var tillsammans med Västernorrland de landsting som ökade kostnaderna för inhyrd personal mest mellan 2015 och 2016.

Dalarna har reducerat sina kostnader för inhyrd personal två år i rad men har fortfarande en andel inhyrd personal relativt den egna personalen som överstiger genomsnittet.

Västra Götaland reducerade sina kostnader för inhyrd personal mellan 2015 och 2016. Landstinget var dock under föregående år det landsting med störst kostnad för inhyrs personal i absoluta tal.

Historik tillväxt döttrar jämfört Marknad (offentlig sektor)

Grafen nedan visar marknadsutveckling liksom den historiska försäljningstillväxten för Hederas dotterbolag, indexerat kring 1. Som framgår har koncernens dotterbolag över perioden växt i samma takt som marknaden. Som framgår har dock tillväxten relativt marknaden hamnat efter under 2015 och 2016. Utrymme för en förbättrad tillväxt finns således.



Dock har gruppen som enhet goda förutsättningar att genom närmare samarbeten mellan dotterbolagen växa i en takt som överskrider den i marknaden. Samtidigt är det med hänsyn tagen till de system/principer som bestämmer hur uppdragstilldelningen sker är det en varningssignal om att Hedera inte kan utvecklas i samma takt och riktning som marknaden.

Konkurrens

Konkurrensen utgörs av andra bemanningsbolag och i viss mån även av andra enskilda företagare som väljer att hyra ut sina tjänster på egen hand. Som framgår i Konkurrensverkets rapport "Hyrläkare i primärvården" från oktober 2015 hade de fem största aktörerna cirka en tredjedel av den totala marknaden för hyrläkare år 2014.

Läkarleasing Sverige AB

Läkarleasing Sverige AB (Läkarleasing) är ett vårdbemänningsföretag med fokus på läkare liksom sjuksköterskor och undersköterskor och som bedriver verksamhet i både Sverige och Norge. Under 2015 hade Läkarleasing en omsättning om drygt 504 miljoner kronor varav cirka 87 procent kom från verksamheten i Sverige. Rörelsemarginalen var samma år 2,7 procent jämfört med föregående års rörelsemarginal om 4,4 procent.

Skandinavisk Hälsovård AB

Skandinavisk Hälsovård AB (SH) hyr ut både läkare och sjuksköterskor och är verksam genom dotterbolagen Svensk Närsjukvård, Doc Care och Ofelia Vård. Under helåret 2015 SH en nettoomsättning om cirka 170 miljoner kronor jämfört med 141 miljoner föregående år. Rörelsemarginalerna sjönk under 2015 till cirka 1 procent från 1,2 procent året innan.

Rent-a-Doctor AB

Rent-a-Doctor AB (RD) ägs av Ambea och fokuserar på uthyrning av läkare. Bolaget har markant mycket högre personalkostnader än ovanstående bolag vilket tyder på att RD:s affärsmodell skiljer sig från mängden. 2015 hade RD en omsättning om 209 miljoner med en rörelsemarginal om 0,5 procent. Året innan var motsvarande siffror 210 miljoner respektive noll procent.

Dedicare

Liksom Läkarleasing är Dedicare aktiva både i Sverige och i Norge men hyr ut både läkare och sjuksköterskor. Dedicare är noterat och handlas på Nasdaq OMX Small Cap med ett marknadsvärde på cirka 877 miljoner kronor. Under helåret 2016 hade Dedicare en omsättning om 650 miljoner kronor och en rörelsemarginal på höga cirka 10,7 procent. År 2015 låg omsättning på 573 miljoner kronor. Den svenska bemanningsverksamheten stod för cirka 68 procent av intäkterna. Rörelsemarginalen för 2015 landade på cirka 7 procent. Året innan var rörelsemarginalen 6 procent.

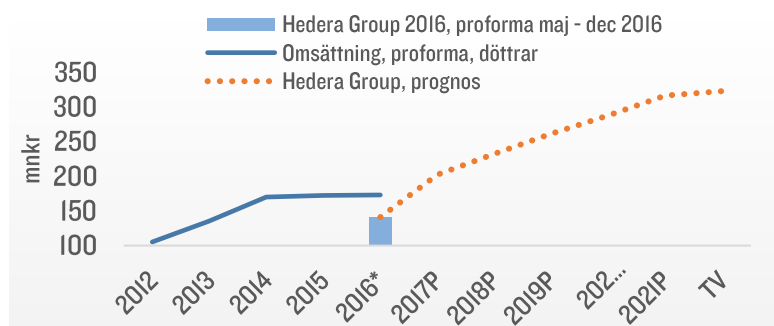
Proffice Care AB

Proffice Care AB ingår i Randstad Sweden Group AB, tidigare Proffice Group. År 2015 låg omsättning på 341 miljoner kronor jämfört med året innan då omsättningen blev 349 miljoner kronor.

Prognoser

Intäkter

Hederas dotterbolags omsättning år 2015 summeras till cirka 176,9 miljoner kronor. Sedan 2012 ser försäljningskurvan ut som illustreras med blå linje i graf nedan. Med en simulerad konsolidering i januari 2016 var proforma-omsättningen för helåret 173 miljoner kronor. Den faktiska omsättningen för Hedera under år 2016 var 141 miljoner kronor (konsolidering maj 2016). Som nämnts tidigare överskred omsättningen våra förväntningar.



Bolagets mål är att växa med 20 procent per år genom både organisk tillväxt och via förvärv. Med hänsyn tagen till att potentiella förvärvskandidater inte finns i mängder är vi försiktiga med att prognostisera för eventuella effekter från förvärvsstrategin. Därtill handlas Hedera-aktien till relativt låga nyckeltal vilket möjligen gör förvärvsfinansiering genom apportemission mindre attraktivt.

Med hänsyn tagen till att marknaden för bemanning inom vården mellan år 2012 och 2016 har haft en årlig genomsnittlig tillväxt om 14 procent är det inte orimligt att Hedera också kommer att växa framöver. Vi prognostiserar en tillväxt under 2017 om 17 procent från 2016 (med en simulerad konsolidering i januari 2016). Det resulterar i absoluta tal i en omsättning om 202 miljoner under helåret 2017.

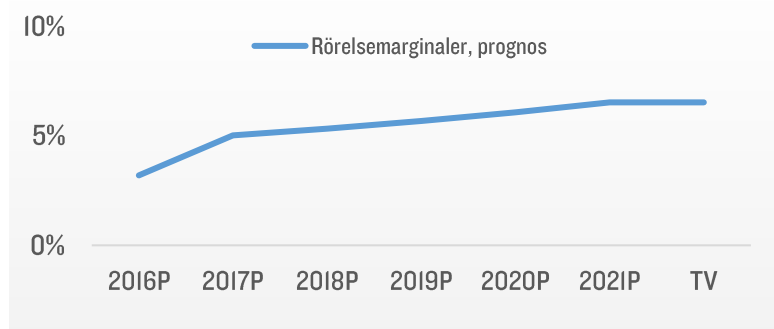
Den estimerade tillväxt är uppskruvad med 7 procentenheter sedan senaste analysen. Detta delvis baserat på en stark avslutning av 2016 i kombination med fortsatt förbättrat samarbete mellan dotterbolagen och goda förutsättningar för bland annat Pridoc att öka försäljningen. Den prognosticerade intäktskurvan för perioden 2017 till 2021 illustreras i graf ovan.

Marginaler

Bolagets mål är att komma upp i rörelsemarginaler om 8 procent. Detta är inte en omöjlighet och kan bland annat göras genom att ta på sig fler uppdrag utan att öka centrala administrationskostnader, reducera de centrala kostnaderna eller genom att förhandla till sig bra avtal. Dessutom kan bolaget genom förvärv förbättra marginalerna. Som tidigare nämnt finns inte potentiella förvärvskandidater i mängder, vilket för med sig att vi varit försiktiga med att prognostisera för eventuella effekter från förvärvsstrategin.

Som framgick i koncernens tredje kvartalsrapport har bolaget reducerat personalkostnaderna med cirka två miljoner kronor på årsbasis. Under

fjärde kvartalet kunde ytterligare kostnadsbesparingar genomföras om en miljon kronor på årsbasis med effekt under 2017. Vi lämnar dock våra estimat för rörelsemarginalen under helåret 2017 kvar på en nivå runt 5 procent. Under den prognostiserade perioden bedöms rörelsemarginalerna stiga för att stabilisera sig omkring 6,6 procent. Detta som en effekt av att bolaget med befintlig verksamhet kan växa utan att utöka organisationens storlek. Se graf nedan.



Risker

Politiska risker

Hederas verksamhet är smal i den bemärkelsen att fokus ligger på den svenska vårdsektorn. Stora delar av bolagets intäkter kommer från offentliga medel vilket skapar en tydlig politisk risk.

Under 2016 satte en majoritet av alla landsting upp en strategi liksom en tidsplan för hur och när psykiatrin skall vara oberoende av hyrläkare. Det satta datumet är i september 2017. I dag kommer cirka 10 procent av bolagets intäkter från läkare inom psykiatrin.

Vidare har Region Östergötland sedan årsskiftet stoppat inhyring av läkare även till primärvården. Beslut som dessa kan definitivt hejda Hedera Groups tillväxt. Genom att vidga fokuset kan Hedera reducera ovan beskrivna risk.

Det har tidigare gjorts ett flertal försök med syfte att stoppa hyrläkare, dock utan framgång. Det skickar klara signaler om att bristen på läkare liksom bristande förmåga hos landstingen att locka till sig anställda är en svårubbad förutsättning givet att vårdkvalitén (inkluderat tillgänglighet) skall bestå.

Samtidigt skall noteras att kostnaden för hyrpersonal inom vården endast motsvarar en andel om cirka 3,6 procent av landstingens egna personal-kostnader inom vården. Därtill argumenterar branschfolk som Börje Eriksson, grundare av Skandinavisk Hälsovård, att hyrläkare är en billigare lösning än en genomsnittlig landstingsanställd läkare i termer av kostnad per mottagen patient. Enligt Börje så kostar en hyrläkare cirka 1,5 gånger så mycket som en anställd läkare. Han menar även att den genomsnittliga läkaren i Sverige träffar 3,8 patienter, medan en hyrläkare träffar 15 patienter. Med dessa antaganden kostar en "vanlig" läkare 2,6 gånger så mycket som en hyrläkare per behandlad patient.

Övriga risker

Även om avtalen är långa är det viktigt för Hedera Group att upprätthålla den massa avtal som bolaget besitter i dag. Avtal måste därför förvaltas väl och antagna uppdrag måste kunna levereras på.

Med beaktande av avtalens långa löptider kan förändringar i exempelvis läkarnas löneläge reducera marginalerna på ett befintligt avtal som bolaget då är sittande med.

Vidare bygger bolagets tillväxtstrategi delvis på förvärv. Att hitta intressanta förvärvskandidater är inte alltid lätt och kan således hämma den tilltänkta tillväxten.

Under huven på Hedera Group

Vd och styrelseordförande

Vd Bertil Haglund har varit med i bemanningsbranschen sedan en längre tid tillbaka och påvisat förmåga att leda framgångsrika bolag. Hans erfarenhet och kunskaper är mycket viktiga för Hedera.

Peter Näslund är styrelseordförande och advokat med fokus på förvärv och fusioner. Hand kompetenser kan komma bolaget väl till användning vid tillämpning av tillväxtstrategin. Peter satt med i styrelsen för NGS mellan år 2000 och 2010

Ägarstruktur

Som framgår i tabellen nedan är Bertil Haglund dominerande ägare i bolaget. Än så länge dominerar i övrigt större privata ägare bland de större aktieinnehavarna.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2016-12-31

	%, Aktiekapital
Bertil Haglund och Pyra Haglund genom bolag	59,1
Adexsi Holdings Limited	4,0
Dan Örjan Berglund	3,9
Rune Löderup	3,7
Porticus Oresundab	2,8
Danica Pension	2,4
Nordnet Pensionsförsäkring	1,9
Jörgen Henriksen	1,3
Avanza Pension	1,1

Källa: Holdings.se

Värdering

DCF-värdering

Med en småbolagspremie om 2,6 procent, utöver marknadsriskpremien om 6,5 procent, och ett Beta på 1,0 beräknas diskonteringsräntan till 8,8 procent. Den antagna räntekostnaden efter skatteeffekt uppskattas till cirka 7,8 procent. Tillväxten bortom prognosperioden (för evighets-

kapitaliseringen) är antagen till 2 procent. Antalet utestående aktier beräknas till cirka 3,9 miljoner stycken efter en sannolikhetsjusterad lösning av utestående optioner. Nettoskulden uppskattas till cirka sju miljoner kronor. Genom att diskontera tillbaka framtida prognostiserade kassaflöden beräknar vi ett pris per aktie till 21,2 kronor.

DCF-VÄRDERING	
kkkr	
Rörelsevärde	93
Nettokassa	-10
Antal utestående aktier, tusental	3,9
Motiverat pris per aktie, kronor	21,2

Multipelvärdering

I vår multipelvärdering ingår fem bolag verksamma inom bemanning och rekrytering. Jämförelsegruppens bolag är inte en exakt match då många bolag har ett bredare fokus än vad Hedera har. Dedicare är det bolag som kommer närmast Hederas verksamhetsmässigt.

MULTIPELVÄRDERING		
	EV/Sales	EV/EBITDA
Dedicare	1,2	10,7
NGS Group	0,7	9,7
SJR	1,0	8,9
Uniflex	0,2	8,3
Maxkompetens	0,4	9,9
Genomsnitt	0,7	9,5
Implicit värde Hedera inkl. nettokassa, mnkr	128,0	84,3
Implicit värde per aktie, kronor	32,9	21,7
Genomsnitt nyckeltal	27,3	

Genom multipelvärderingen beräknas ett pris per aktie till 27,3 kronor.

Motiverat pris per aktie

Beräknat som genomsnittet av ovanstående metoder beräknar vi det motiverade priset per aktie till 24,3 kronor.

Disclaimer

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

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

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

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.