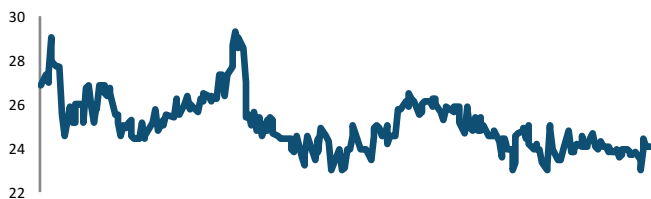


ANALYTIKER

 Anton Ljung Äger aktier i bolaget
SWEDENCARE
KURSUMVECKLING

Aktiekurs (SEK)	24,0	1 månad (%)	0,0
Antal aktier (MN)	15,8	3 månader (%)	-3,2
Börsvärde (MSEK)	378,5	12 månader (%)	-7,3
Nettoskuld (MSEK)	-1,0	YTD (%)	-3,2
Soliditet (%)	68,2	52-V Högst	31,9
EV (MSEK)	377,5	52-V Lägst	22,0
Sektor	Djurhälsovård	Lista	First North
Nästa rapport	22/02 -18	Kortnamn	SECARE

AKTIEKURS 1år (SEK)

HUVUDÄGARE

Håkan Svanberg & Co Health Care AB	32,15 %
Mastan AB	13,33 %
JCC Group Invest Sweden AB	13,33 %
SEB Life International	5,08 %
AMF Aktiefond Småbolag	4,79 %
SHB Fonder	3,17 %

LEDNING

 Verkställande direktör Håkan Lagerberg
 Styrelseordförande Per Malmström
FINANCIAL FORECAST

SEK/m	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	54,2	87,5	112,9	141,6
Omsättningstillväxt (%)	99,3	62,0	29,0	25,4
EBITDA	14,1	23,66	33,9	44,3
EBITDA-marginal (%)	25,9	27,0	30,0	31,3
VPA	0,6	0,8	1,5	2,0
P/E	40,0	31,9	15,7	11,8
EV/EBITDA	28,2	16,1	11,2	8,6
EV/S	7,3	4,3	3,4	2,7

Intensifierad kinasatsning väntas driva tillväxt. Under 2016 knöt bolaget till sig 22 distributörer i Kina och en första order levererades i Q4 -16. Under 2017 har bolaget intensifierat marknadsnärvaron tillsammans med sina distributörer, vilket var en bidragande faktor till försäljningstillväxt om 57 % i Asien Q3 -17 mot Q3 -16. Asien stod samtidigt endast för 12 % av bolagets totala intäkter vilket talar för att Asien är en potentiell drivare för bolagets försäljningstillväxt framgent.

Globalt distributionsnätverk ger stordriftsfördelar.

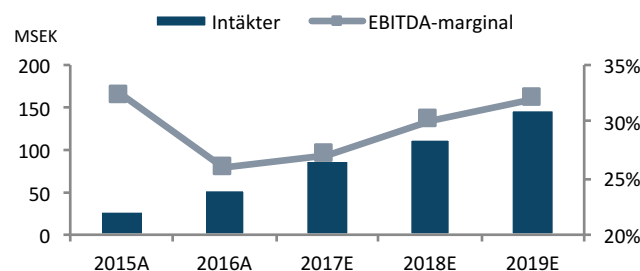
Swedencare kan med sitt väletablerade distributionsnätverk effektivt lansera nya produkter i de 50 länder man säljer. Vid förvärv öppnar detta upp för både synergieffekter i försäljningsprocessen och potentiellt nya marknader att lansera förvärvade produkter på. Ett resultat av detta möjliggör för både top-line tillväxt och vinstmarginalexpansion på förvärvade produkter.

NetDebt/ EBITDA på -0,04x ger utrymme för en förbättrad produktmix.

Huvudprodukten ProDen PlaqueOff som är patenterad fram till 2021 stod för 72 % av intäkterna i Q2-Q3 -17. Då produkten har en bruttomarginal på ca 75 % är risken överhängande att bolagets marginaler pressas vid patentutgången. Därför är det positivt att bolaget avser att bredda sin produktportfölj genom horisontella produktförvärv. Givet en NetDebt/EBITDA på 2,5x har bolaget ett implicit förvärvsutrymme på 59,2 MSEK vilket ger bolaget goda chanser att skapa en bättre produktmix framgent.

Högt intresse hos institutioner och 62,8 % insiderägande.

Insiders har under 2017 avytttrat 7,8 % av kapitalet för att möta intresse från bland annat SHB Fonder. Transaktionen ger dubbla signaler men då insiderägandet är fortsatt högt och det faktum att bolaget fått in nya starka delägare inger den nya ägarstrukturen stort förtroende.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

Swedencare erbjuder den globala marknaden en bred portfölj av premiumprodukter inom djurhälsa. Huvudprodukten är ProDen PlaqueOff, ett patenterat medel som förbättrar munhygien för framförallt hundar och katter. Produkten erbjuds som pulver och bites och har nyligen introducerats i foder och som bones. Utöver ProDen PlaqueOff har Swedencare en produktportfölj inom ett flertal terapiområden för hund, katt och häst som kallas ProDen NutriScience. Swedencares produkter distribueras ut i 50 länder.

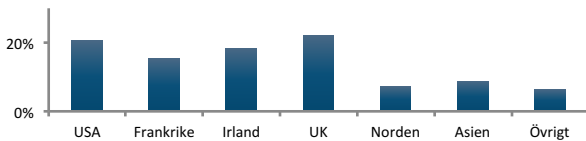


Investeringscase

Underliggande makrotrend gynnar bolaget

Husdjur ses mer och mer som en familjemedlem. Detta väntas leda till att ägare kommer spendera mer pengar på sina husdjur. Den globala marknaden för husdjursprodukter väntas växa med 5,0 % per år fram till 2020 enligt analyshuset BCC. Trenden är ännu starkare i Kina och Indien där marknaden förväntas växa med 15,3 % respektive 17,0 % fram till 2021. Swedencare är med unika produkter och med ett globalt fokus väl positionerat för att möta marknadens efterfråga.

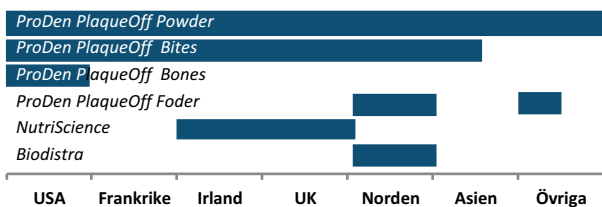
Geografisk fördelning av intäkter Q1-Q3 -17



Organisk tillväxt drivet av nya produkter

Det som skiljer ProDen PlaqueOff från konkurrenter är en alg som i kombination med saliv automatiskt löser upp plack. Produkten är inte en "one-time fix" utan för att bibehålla önskad effekt krävs kontinuerlig användning. Produkterna håller en hög kvalitet vilket resulterar i en inlåsningseffekt. Produktens automatiska verkan öppnar upp för innovation av nya konsumtionsformer vilket väntas öka antalet användare. Senaste innovationerna baserade på PlaqueOff är Bones och foder. PlaqueOff Bones lanserades i USA under H1 -17. Trots att produkten ännu inte lanserats på övriga marknader stod Bones för 8,2 % av bolagets totala intäkter under Q2-Q3 -17. Bolaget har slutit två samarbetsavtal med foder-tillverkare. Några volymer har dock ännu inte levererats.

Aktuell geografisk närvaro per produkt



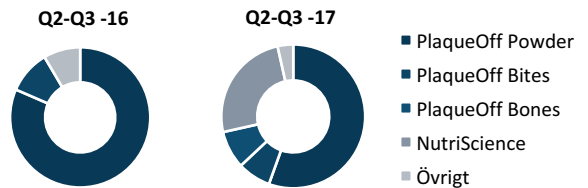
Med ett väletablerat varumärke och försäljning i 50 länder har Swedencare potential att snabbt och kostnadseffektivt lansera nya produktformer på nya marknader, vilket öppnar upp för ytterligare marknadsandelar framöver. Nya produktformer öppnar dock samtidigt upp för kannibalisering på befintlig försäljning. Idag når Swedencare endast ut till några procent av husdjursbeståndet vilket kan indikera att nya produktformer framförallt kommer generera nya kunder framför omfördelning av befintliga kunder.

Intensifierad kinasatsning väntas driva tillväxten

Med en försäljningstillväxt om 57 % är Asien bolagets snabbast växande marknad. Enligt bolaget stod Kina och Japan för merparten av försäljningen vilket tyder på att bolagets intensifierade marknadsatsning i Kina ger resultat. Med 22 distributörer på plats i Kina, en intensifierad marknadsnärvaro och en underliggande marknadstillväxt om 15,3 % är Swedencare väl positionerat fortsatt försäljningstillväxt i Asien. Då Asien endast stod för 12,0 % av bolagets totala intäkter har en fortsatt expansion potential att driva bolagets totala försäljningstillväxt.

Förbättrad produktmix minskar risken vid patentutgång

År 2021 går patentet för ProDen PlaqueOff ut. Med en bruttomarginal på ca 75 % är risken stor att produkten kopieras. Då produktportföljen stod för 72 % av bolagets totala intäkter skulle ett sådant scenario kunna påverka bolagets marginaler negativt. Därför är det viktigt att Swedencare breddar sitt produktutbud för att minska beroendet av PlaqueOff. Under Q2-Q3 -17 stod produkter baserade på PlaqueOff för 72 % av försäljningen vilket kan jämföras med 92 % samma period året innan. Den förvärvade produktportföljen NutriScience är en bidragande faktor till det. Fler produktförvärv ses som viktiga för att ytterligare förbättra sin produktmix.



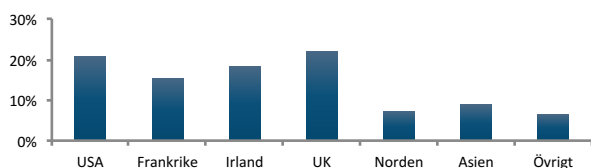
Starka finanser ger utrymme för förvärv

Bolaget har en stark balansräkning med en Net Debt/EBITDA på -0,04x. Vid rådande ränteklimat är NetDebt/EBITDA 2,5x en hållbar multipel för Swedencare vilket skulle ge ett implicit förvärvsutrymme på 59,2 MSEK. Detta i kombination med en uttalad strategi om att förvärva produkter som säljer bra på en mindre marknad men som inte lanserats globalt, finns goda chanser till förvärv framgent. Under H2 -16 förvärvades NutriScience för 42,3 MSEK vilket resulterade i multipeln EBITDA 6x post-synergy. Synergivinsterna kunde framförallt lokaliseras i försäljningsprocessen. Efter förvärvet av NutriScience utgör goodwill 48,5 % av bolagets totala tillgångar. Ökningen i goodwill kan motiveras då top-line och EBITDA-marginalen ökade med 35,0 % respektive 2,9 %. Dock är Goodwill viktigt att beakta vid framtida förvärv samt att eventuella förvärv inte köps till omotiverat höga multiplar vilket kan skada aktieägarvärdet.

Scenarioanalys

Swedencare värderas utifrån tre scenarion. Eventuella förvärv exkluderas från värderingen. Dock är det viktigt att notera att eventuella förvärv kan ge ytterligare top-line tillväxt, vilket bör ses som en option i samtliga scenarion. Omsättningstillväxten har estimerats utifrån hur varje enskild marknad förväntas prestera under 2018 och 2019. Tillväxten på respektive marknad estimeras utifrån marknadsnärvaro, produktlanseringar och historik.

Geografiskfördelning av intäkter Q1-Q3 2017



Base-case

Swedencare har ambition att under Q4 -17 och 2018 lansera PlaqueOff Bones & Foder, NutriScience och Biodistra på marknader där produkterna ännu inte har lanserats. PlaqueOff Bones förväntas lanseras i Europa och Asien under 2018. Foder baserade på PlaqueOff förväntas lanseras i Norden under Q4 -17 och ytterligare samarbeten kommer annonseras under 2018. NutriScience är planerad till Norden under Q4 -17 samt i övriga Europa och Asien senare under 2018. Biodistra förväntas lanseras i Asien och Europa under 2018.

Mot bakgrund till bolagets intensifierade marknadsnärvaro i Kina och att många av bolagets produkter förväntas lanseras i Asien under 2018, väntas Asien vara den marknad där bolaget växer kraftigast under 2018 och 2019. Europa och Norden står precis som Asien inför många produktlanseringar under 2018. Detta väntas driva försäljningstillväxten men inte till samma nivåer som i Asien. Framförallt på grund av att Kina är en ny marknad för Swedencare och att den underliggande marknadstillväxten är lägre i Europa jämfört med Asien. USA väntas leverera en något lägre försäljningstillväxt jämfört med tidigare år. Detta på grund av att bolaget har en rad framgångsrika produktlanseringar bakom sig samt att USA är en bolagets största marknad.

Utefter detta estimeras bolaget att nå en organisk tillväxt på 29,0 % under 2018 och 25,4 % under 2019. I ett huvudscenario kannibaliserar nya produktsläpp marginalen på befintlig försäljning. Bolaget har finansiella mål om att nå en omsättning på 200 miljoner SEK år 2020. Nyligen gav CFO Jenny Graflind indikationer på att detta kan komma att nås helt med organisk tillväxt, vilket skulle innebära en årlig organisk tillväxt på 35 %. Historiskt har bolaget levererat en bruttomarginal i spannet 70-85 %. När bolaget förvärvade NutriScience medföljde en fabrik på Irland. Under H1 -17 har bolaget kommit igång med produktionen i den nya fabriken och bruttomarginalen var fortsatt stabil på ~75 % i Q3 -17, vilket talar för en fortsatt hög bruttomarginal även under 2018 och 2019. Swedencare har historiskt haft en slimmad organisation och det finns inget uttalat

rekryteringsbehov. Med ett globalt distributionsnätverk på plats förväntas marknads- och försäljningskostnaderna hållas på en konstant nivå mot försäljningen enligt ett historiskt snitt.

Swedencare handlas till EV/EBITDA 20,1x på R12. Konkurrenten Zoetis har under 2014-2016 i snitt handlats till EV/EBITDA 17,8x. Zoetis är ett betydligt större bolag med intäkter på 35 BUSD, vilket talar för en premie mot Swedencare. Dock växer Zoetis endast med 2-5 % per år. I ett huvudscenario sätts därmed en target multipel på EV/EBITDA 17,0x för 2018 respektive 2019.

Bull-case

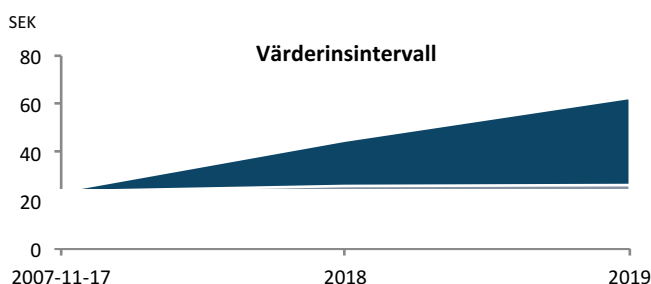
I ett bull-case är tillväxten i linje med bolagets finansiella mål. Detta förutsätter att de nya produkterna inte kannibaliserar på befintliga produkter och att bolaget tar stora marknadsandelar i Kina samtidigt som bolaget även har intensifierat sin marknadsnärvaro i Indien. I ett bull-case estimeras Swedencare att nå en organisk tillväxt om 35,4 % under 2018 och 32,0 % under 2019. Tillväxten i kombination med att marknaden inte inprisar en marginalpress efter 2020 motiverar en target multipel på EV/EBITDA 18x för 2018 och 2019.

Bear-case

Nya produktsläpp kannibaliserar på befintlig försäljning. Kinasatsningen går sämre vilket resulterar i höga marknads- och försäljningskostnader. Utifrån detta estimeras en organisk tillväxt på 22,8 % under 2018 och på 18,4 % under 2019. Marknaden prisar in en betydande marginalpress efter 2020 vilket i kombination med lägre tillväxt resulterar i en target multipel på EV/EBITDA 14,0x och 12,0x för 2018 respektive 2019.

2018E	Bear	Base	Bull
Omsättningstillväxt (%)	22,8	29,0	35,4
EBITDA-marginal (%)	27,0	30,0	32,9
Target multipel (EV/EBITDA)	14,0	17,0	18,0
Uppsida (%)	6,7	51,1	73,2

2019E	Bear	Base	Bull
Omsättningstillväxt (%)	18,4	25,4	32,0
EBITDA-marginal (%)	27,1	31,3	35,0
Target multipel (EV/EBITDA)	12,0	17,0	18,0
Uppsida (%)	8,9	97,4	144,0



STRENGTHS

- Globalt distributionsnätverk ger stordriftsfördelar.
- Högt insiderägande.
- Skalbar affärsmodell med bruttomarginal på 75 %.
- Geografisk spridning på intäkterna.

WEAKNESSES

- 72 % av intäkterna från en produktportfölj vars patent utgår 2020.
- Patentutgången för huvudprodukten ProDen PlaqueOff.

OPPORTUNITIES

- Stark finansiell ställning ökar chanserna för produktförvärv.
- Stark makrotrend gynnar bolaget.

THREATS

- Ökad konkurrens kan leda till marginalpress.
- Patentintrång kan leda till långdragna och kostsamma processer.

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Bolagets organiska tillväxt förväntas vara estimeras överstiga 20 % under 2018. Förutsättningarna för förvärv är goda, både vad gäller det finansiella och det strategiska där bolaget avser att utnyttja det globala distributionsnätverket i förvärvsstrategin.



Quality of Earnings

Swedencare har en historik av lönsam tillväxt. Med ett globalt distributionsnätverk får bolaget en hög skalbarhet i affärsmodellen vilket ger goda förutsättningar på fortsatta vinster. En nackdel är att 72 % av intäkterna kommer från en produktportfölj.



Ledning & styrelse

Ledningen och styrelsen har ett högt insiderägande om 68,8 %. VD har en tydlig uttalad strategi som han följer framgångsrikt. Befintligt ledning och styrelse har styrt bolaget länge.



Risknivå

Produktportföljen ProDen PlaqueOff står för 72 % av bolagets totala försäljning, som dessutom har ett patent som går ut 2021. Produktmixen har ökat vilket ses som viktigt för att minska risken för marginalpress framgent.

Resultaträkning	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Totala intäkter	27,18	54,16	87,51	112,89	141,56
Råvaror, förnödenheter och handelsvaror	-8,79	-11,65	-22,22	-28,22	-35,39
Bruttoresultat	18,39	42,51	65,29	84,67	106,17
Övriga externa kostnader	-6,38	-14,58	-20,66	-28,22	-35,39
Personalkostnader	-3,21	-13,88	-20,97	-22,58	-26,52
EBITDA	8,80	14,05	23,66	33,86	44,26
Av- och nedskrivningar	-0,09	-2,41	-5,88	-0,64	-0,64
Övriga rörelsekostnader	-0,08	-0,26	-0,98	0,00	0,00
EBIT	8,64	11,37	16,80	33,22	43,62
Finansnetto	-0,01	0,50	-0,55	-0,80	-0,80
Resultat efter finansiella poster	8,63	11,87	16,25	32,42	42,82
Extraordinära intäkter	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00
Extraordinära kostnader	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat Före Skatt	8,63	11,87	16,30	32,42	42,82
Skatt på periodens resultat	-2,76	-2,95	-4,39	-8,11	-10,71
Uppskjuten skatt	0,81	0,85	-0,01	0,00	0,00
Periodens resultat	6,68	9,78	11,90	24,32	32,12

Tillväxt per geografi	Base		Bull		Bear	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
USA	20,00%	15,00%	30,00%	25,00%	20,00%	15,00%
Frankrike	30,00%	25,00%	35,00%	30,00%	20,00%	15,00%
Irland	25,00%	20,00%	30,00%	25,00%	20,00%	15,00%
UK	25,00%	20,00%	30,00%	25,00%	20,00%	15,00%
Norden	30,00%	25,00%	35,00%	30,00%	20,00%	15,00%
Asien	75,00%	65,00%	85,00%	75,00%	55,00%	45,00%
Övrigt	15,00%	15,00%	20,00%	20,00%	15,00%	15,00%

Ansvarsbegränsning

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).