

Till bolagsstämman i SCN, Scandinavian Clinical Nutrition AB (publ)

Utlåtande till avseende styrelsens förslag att förvärva samtliga aktier i Nature Invest AB (Org nr 556684-8320)

Bakgrund

SCN har sitt huvudkontor i Stockholm och aktien är listad på NGMs lista Nordic MTF.

Styrelsen i SCN har uppdragit åt Vinnarbyrån AB att som oberoende och självständig avge en *Fairness Opinion* avseende skäligheten från finansiell utgångspunkt för aktieägarna i SCN i ett tecknat Villkorat Aktieöverlåtelseavtal avseende förvärv av samtliga aktier i Nature Invest AB (Bolaget).

Vinnarbyrån är aktivt inom bland annat analys och utbildning på i huvudsak den svenska finansiella marknaden. Bland uppdragsgivarna finns bolag som BNP, Royal Bank of Scotland, Öhman Capital samt nyhetsbyrån Direkt. Vinnarbyrån genomför löpande analyser, och bolagets grundare har skrivit och publicerat fem böcker inom ämnet aktievärderingar.

För bedömningen av skäligheten i avtalet har Vinnarbyrån tagit del av dels offentlig information såsom årsredovisningar och registreringshandlingar, samt dels av uppgifter som tillhandahållits av Bolagets företrädare och ägare. Det har förutsatts att alla uppgifter lämnade av bolaget, bolagets företrädare och ägare är korrekta och fullständiga samt att inga uppgifter av väsentlig betydelse för värderingen har undanhållits. Vinnarbyrån har inte särskilt låtit verifiera erhållen information.

Underlag:

- **Historiska resultat och balansräkningar**
- **DCF-analys**
- **Budget för 2013 MCN Sverige och Norge**
- **Bokfört värde och substanspåverkan**
- **Resultatpåverkan**
- **Villkorat Aktieöverlåtelseavtal mellan Säljaren och Köparen**
- **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2013:26**
- **Samtal med företrädare för Bolaget och Köparen**

Vidare har Vinnarbyrån bedömt utvecklingen och konkurrenssituationen på den marknad Bolaget verkar. Denna *Fairness Opinion* grundar sig på situationen 1:a halvåret 2014

Värdering

När en värdering av ett företag ska göras finns olika metoder att tillgå. De vanligaste är substansvärdering, multipelvärdering samt olika grader av komplexa avkastningsvärderingar såsom t.ex. DCF-värdering (Diskonterat Kassaflöde-analys)

I detta fall kommer det att göras en generell värdering av skäligheten, från finansiell utgångspunkt för aktieägarna i SCN, i det tecknade avtalets villkor, där faktorer som pris, risk och alternativ ges särskild vikt. Bedömningen görs av avtalet i sin helhet där de enskilda delarna vägs samman.

Skäligheten kommer också att bedömas efter en DCF-analys vars villkor anges nedan.

Uppdraget

Styrelsen för Scandinavian Clinical Nutrition AB (publ) (nedan även kallat SCN), har uppdragit åt Vinnarbyrån AB, att avge ett utlåtande avseende skäligheten, sett ur en finansiell utgångspunkt, i det förslag att förvärva samtliga aktier i bolaget Nature Invest AB genom en fast kontant köpeskilling om 9 Mkr, en riktad nyemission om 16 667 000 aktier i SCN., samt genom en tilläggsköpeskilling baserat på det kommande resultatet i Nature Invest AB, maximalt kan värdet av köpeskillingen komma att uppgå till 25,9 Mkr givet att samtliga villkor uppfylls. De olika stegen i transaktionen beskrivs i Bilaga 1 vilken har bifogats detta dokument.

Vi har inom ramen för detta uppdrag genomfört värderingar av SCN och Nature Invest AB (nedan även gemensamt kallade "Bolagen").

Bakgrund

SCN tog ett enormt steg i sin verksamhet när koncernen förvärvade Medica Clinical Nord den 15 juli 2014. Efter år av svårigheter att nå lönsamhet på en starkt konkurrensutsatt marknad så hittade man svaret. Som ett led av fortsatt expansion är förvärv en viktig del utöver den organiska tillväxten som likaledes är viktig. Med förvärvet av Nature Invest anser styrelsen att SCN ges en starkt ökad tillväxttakt såväl som ökad lönsamhet med möjlighet till ytterligare expansion

Styrelsen har således beslutat att aggressivt verka för att förvärva andra enheter inom samma segment där betalning kan ske med egna aktier. På detta sätt uppstår även stordriftsfördelar och kostnadsbesparingar.

Verksamhetsbeskrivning - Bolaget

Nature Invest AB är ett välskött, snabbväxande och lönsamt bolag verksamt i den nordiska egenvårdsbranschen som befinner sig under kraftig expansion med en rörelsemarginal på nära 20 procent.

Det viktigaste varumärket är VelloFlex, en serie produkter som innehåller unik, patenterad magnetteknologi med klinisk dokumentation för lindrande av värk och stelhet i muskler och leder. Den största produkten är magnetmadrassen, som lanserades under 2011 och säljs i hälsofackhandeln och genom egen näthandel. Nature Invest har de exklusiva distributionsrättigheterna i Sverige, Norge, Finland, Estland, Lettland och Litauen. Under det brutna räkenskapsåret som avslutades den 31 augusti 2013 omsatte Nature Invest 11,6 MSEK med ett rörelseresultat på 3 Mkr. Prognosen för omsättning för innevarande räkenskapsår (1 september 2013 – 31 augusti 2014) är 24 MSEK med ett EBITDA på 4,4 MSEK.

Värdering av aktierna; underlag och värderingsmetod

Värderingen har gjorts per den 31 mars 2014 och har baserats på följande information:

- Bolagens årsredovisningar
- Intern finansiell information avseende historik, budgetar, prognoser och annan information som har erhållits och diskuterats med företagsledningarna i Bolagen.
- Information avseende Bolagens nuvarande verksamhet, framtida strategi och annan information som erhållits med företagsledningarna i Bolagen och som enligt vår bedömning kan vara relevant för vårt uppdrag.
- SCNs pressmeddelande om bud på Nature Invest
- Offentliggjord finansiell och annan information som vi bedömt vara relevant avseende SCN och Nature Invest

- Intervjuer med verkställande direktörer och styrelseordföranden i de båda Bolagen.
- Samt därutöver viss annan allmänt tillgänglig information rörande de båda bolagens verksamhet.

Vinnarbyrån har, utan att genomföra en egen due diligence eller annan verifiering, förutsatt att offentliggjord information och information som tillhandahållits enligt ovan är korrekt och fullständig. Vi har inte heller utfört någon granskning eller revision av det material eller de uppgifter som vi erhållit från Bolagen och vi har därför utgått från att samtliga av de från Bolagen erhållna uppgifterna är riktiga och fullständiga samt att ingen väsentlig information har undanhållits.

Vinnarbyrån har kritiskt granskat de uppgifter som vi bedömt vara av materiell betydelse för detta utlåtande, men tar inte något ansvar för eventuella felaktigheter eller brister i den erhållna informationen.

Vinnarbyrån uppdrag innefattar inte att yttra sig om någon annan strukturaffär skulle kunna vara bättre för Nature Invest aktieägare. Inte heller att göra någon prognos över de kursnivåer till vilka respektive bolags aktier kan komma att handlas i framtiden.

Vinnarbyråns utlåtande är baserat på nu rådande marknadsmässiga, ekonomiska, finansiella och andra förhållanden och sådan information som tillhandahållits denna dag. Händelser som inträffar härefter kan komma att påverka vårt utlåtande och de antaganden på vilket det grundas och vi åtar oss inte att uppdatera, ändra eller ånyo bekräfta detta utlåtande.

Bokfört värde mm

Utlåtandet får endast användas i sin helhet av SCNs styrelse i sin kommunikation med bolagets aktieägare i anledning av Erbjudandet, såvida inte tillstånd medgivits av Vinnarbyrån.

Redovisningskoden IFRS (International Financial Reporting Standards) kräver kontinuerlig genomgång och revidering av tillgångars värde. Styrelsen bedömer då värdet efter bästa förmåga och eventuella nedskrivningsbehov genomförs efter överenskommelse med bolagets revisorer.

SCN använder IFRS och kommer därmed att behandla uppkommande goodwill. Vid förvärv där noterade aktier utgör del av köpeskillingen används aktiekursen på dagen för bolagsstämman som värde för förvärvet. Beroende på kursutvecklingen kan därför priset på den förvärvade egendomen, liksom bokföringsvärdet komma att variera eftersom den fasta variabeln är antalet nytugivna aktier, det vill säga 16 667 000 aktier. SCN har därför en överenskommelse med sina revisorer att göra en direktnedskrivning på eventuellt belopp överstigande 10 MSEK vilket kan ge resultatpåverkan under relevant kvartal.

Bokfört värde och substanspåverkan

Redovisningskoden IFRS (International Financial Reporting Standards) kräver kontinuerlig genomgång och revidering av tillgångars värde. Styrelsen bedömer då värdet efter bästa förmåga och eventuella nedskrivningsbehov genomförs efter överenskommelse med bolagets revisorer.

SCN använder IFRS och kommer därmed att behandla uppkommande Goodwill enligt ovan. I Bolaget finns en koncerngoodwill om drygt 4 MSEK som tidigare behandlats enligt GAP och följaktligen skrivits ner årsvis. Vid övergång till IFRS för det förvärvade bolaget finns möjlighet att se över tidigare nedskrivningar.

Vid förvärv med noterade aktier används aktiekursen på dagen för Bolagsstämman som värde för förvärvet. Beroende på kursutvecklingen kan därför priset på den förvärvade egendomen, liksom bokföringsvärdet komma att variera eftersom den fasta variabeln är antalet nytugivna aktier, det vill säga 16,67 miljoner. Åtgärden har ingen påverkan på likviditeten.

Värdering

Med tanke på det begränsade intresse mindre bolag röner på aktiemarknaden kan det ifrågasättas om marknaden vid varje tidpunkt på ett perfekt sätt avspeglar ett bolags verkliga värde. Styrelsen i SCN har åsatt den egna aktien ett värde av 0,60 SEK vilket skulle motsvara en köpeskillning om totalt 25,9 MSEK för det förvärvade bolaget.

Beroende på utveckling och förräntningskrav, kostnad för kapital mm. åsatts bolag värden via DCF-analys.

Den DCF-analys som gjorts inför förvärvet av Nature Invest ger ett diskonterat värde av åtminstone 36 MSEK och ryms därmed innanför villkoren i affären.

Osäkerhetsfaktorer

Genom det tidigare förvärvet av Medica Clinical Nord i juli 2013, är SCN numera en stabil koncern som växer under lönsamhet. Däremot, eftersom värdet av en del av köpeskillingen i form av aktier bestäms på dagen för bolagsstämman kan ett exakt pris på förvärvet inte förutsägas. Styrelsens bedömning om ett eget aktievärde om 0,60 SEK per aktie

Bland utmaningarna kan nämnas eventuella oförutsedda kostnader för samgåendet. Möjligheter som talar för förvärvet är bland annat att ledningsfunktioner kan fördelas mellan bolagen. Synergier bör även kunna uppstå inom säljarbetet, då ett samgående bland annat möjliggör korsförsäljning bolagen emellan varvid betydande intäktsökningar torde kunna uppstå.

Värdering och förväntningar

Vår värderingsansats har baserats på en bedömning av respektive företags avkastningsvärde, baserat på ett prognosticerat framtida kassaflöde. Vi har även jämfört det beräknade avkastningsvärde för SCN med dess börskurs.

Vår bedömning av erbjudandet baseras på av oss tillgängliga uppgifter per den 19 maj 2014. Föreliggande utlåtande har avgivits i anledning av vårt uppdrag enligt ovan och kan inte åberopas eller användas i något annat ändamål. Utlåtandet får endast publiceras i sin helhet i samband med Bolagets styrelses uttalande avseende erbjudandet. Utlåtandet utgör inte heller någon rekommendation huruvida erbjudandet skall accepteras.

Slutsats

Baserat på och under förutsättning av vad som sagts ovan samt grundat på den information som varit tillgänglig bedömer Vinnarbyrån att det Villkorade Avtal som tecknats mellan SCN och Säljaren avseende förvärv av aktier i Nature Invest AB, såsom skäligt från finansiell utgångspunkt för aktieägarna i SCN och väl inom ramen för en normal värdering vid den här typen av transaktion.

Det är vår uppfattning att förvärva samtliga aktierna i Nature Invest för ett värde om maximalt 25,9 Mkr är skäligt från en finansiell utgångspunkt. Vår bedömning är att erbjudandet baserar sig på de metoder och de underlag som angivits ovan och att hänsyn har tagits till rådande aktiemarknadsbetingelser och omständigheter i övrigt i samband med erbjudandet.

Bilaga 1; Styrelsens förslag till bolagsstämman avseende förvärv av Nature Invest AB

Styrelsen för Scandinavian Clinical Nutrition AB (publ) (nedan även kallat SCN), föreslår att bolagsstämman beslutar om förvärvet av samtliga aktier i bolaget Nature Invest AB enligt nedan.

- a) **Fast köpeskilling.** SCN betalar en fast köpeskilling om 9 MSEK kontant, varav 3 MSEK lånas tillbaks till SCN under tre år med en ränta på 8 %. Resterande fast köpeskilling utgörs av genom en riktad emission till säljaren av Nature Invest AB som tillför samtliga aktier i Nature Invest AB (Org nr 556684-8320) mot erhållande av 16 667 000 aktier i SCN. Aktiekapitalet ökar därmed med högst 1 666 700,00 kronor.
- b) **Tilläggsköpeskilling.** Utöver den fasta köpeskillingen kan tilläggsköpeskilling utgå om upp till 6,9 MSEK enligt följande:
 - i. För räkenskapsåret 1 september 2013 – 31 augusti 2014 utgår tilläggsköpeskilling på 2 MSEK vid uppnått EBITDA om 4,4 MSEK. Ingen tilläggsköpeskilling utgår vid lägre EBITDA;
 - ii. För räkenskapsåret 1 september 2014 – 31 augusti 2015 utgår 1,5 MSEK vid uppnått EBITDA om 7 MSEK. Vid minst 6 MSEK i EBITDA utgår 250 KSEK och vid minst 6,5 MSEK i EBITDA utgår 500 KSEK;
 - iii. För räkenskapsåret 1 september 2015 – 31 augusti 2016 utgår 2,5 MSEK vid uppnått EBITDA om 10 MSEK. Vid minst 7,5 MSEK i EBITDA utgår 250 KSEK, vid minst 8 MSEK i EBITDA utgår 500 KSEK, och vid minst 9 MSEK i EBITDA utgår 1 MSEK;
 - iv. För räkenskapsåret 1 september 2016 – 31 augusti 2017 utgår 900 KSEK vid uppnått EBITDA om minst 13 MSEK.

Den fasta köpeskillingen som skall betalas på Tillträdesdagen förutsätter att Nature Invest den 31 maj 2014 skall ha omsatt minst 18 MSEK med ett EBITDA på minst 3,9 MSEK för räkenskapsårets första nio månader (1 september 2013 - 31 maj 2014).