



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 8 November 2021

# Medicover

## Stärkta utsikter

### Bra fart i Q3

Nettoomsättningen för Q3 2021 överraskade positivt och slog vår och marknadens förväntningar. Den underliggande efterfrågan (exkl. covid-19-tjänster) är stark och ökade med 24 procent, varav organiskt 19 procent. Lönsamheten för perioden hamnade dock under vår förväntan, drivet av en lägre bruttomarginal som uppgick till 25,6 procent (28,9) mot förväntade 29,0 procent. Riktningen var väntad men kom något tidigare än vi räknat med.

### Förvärvsaktiviteten ökar

En stark underliggande efterfrågan och fortsatt höga intäkter från covid-19-tjänster ger oss anledning att justera upp våra estimat. Därtill förstärks behovet av att höja våra prognoser av en ökad förvärvsaktivitet, där bolaget från halvårsskiftet i år köpt enheter för omkring EUR 150 m som vi uppskattar kan addera nettoomsättning på EUR 40-50 m nästa år.

### Höjer motiverat värde

Bolaget fortsätter att framgångsrikt navigera på sina marknader och Q3-rapporten bekräftar tillväxtcasen i Medicover. Höjda prognoser är anledningen bakom att vi justerar upp vårt motiverade värde till 312-316 kr (275-280).

Estimatändring (EUR)			Prognos (EUR)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	312.0 - 316.0	
EPS, just 21e	0.68	0.68	0.0%	Omsättning, mkr	998	1,354	1,449	1,579	Aktiekurs	€29.7
EPS, just 22e	0.57	0.57	0.0%	Tillväxt	18%	36%	7%	9%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	0.64	0.64	0.0%	EBITDA, mkr	158	260	255	282		
				EBIT, mkr	61	155	137	152		
				EPS, justerad	0.2	0.7	0.6	0.6		
				EPS tillväxt	8%	271%	(16)%	11%		
				EK/aktie	3.2	3.7	4.2	4.8		
				Utdelning/aktie	0.1	0.1	0.2	0.2		
				EBIT-marginal	6.1%	11.4%	9.5%	9.6%		
				ROE	5.6%	18.2%	13.2%	13.0%		
				ROCE	9.4%	19.7%	15.6%	15.8%		
				EV/Sales	5.0x	3.7x	3.4x	3.1x		
				EV/EBITDA	31.4x	19.0x	19.4x	17.6x		
				EV/EBIT	80.7x	31.9x	36.1x	32.5x		
				P/E, justerad	161.6x	43.5x	52.1x	46.7x		
				P/EK	9.3x	8.1x	7.1x	6.2x		
				Direktavkastning	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%		
				FCF yield	0.9%	2.2%	2.0%	2.2%		
				Nettosk./EBITDA	0.8g	0.4g	0.5g	0.5g		
				Nettosk./EBITDA	0.8g	0.4g	0.5g	0.5g		

Kommande händelser	
Q4 2021	11 Feb 2022
Q1 2022	27 April 2022
Q2 2022	22 Juli 2022
Q3 2022	3 Nov 2022

Bolagsfakta (EURm)	
Antal aktier	152m
Börsvärde	4,518
Nettoskuld	426
EV	4,944
Free float	40%
Daglig handelsvolym, snitt	68(k)
Reuters/Bloomberg	MCOVb.st/MCOVb ss

Kursutveckling 12 mån	
MCOV B	OMX

Analytiker	
klas.palin@penser.se	



# Sammanfattning

## Stärkta utsikter

### Investment Case

Medicover har en imponerande historik av att visa tillväxt och vi ser i nuläget inga hinder för att denna utveckling inte ska kunna fortsätta under många år framåt. Globalt finns en tydlig trend av ökad andel äldre i befolkningarna och med det kommer ett ökat behov av hälsovård. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården i Östeuropa och Indien, där bolaget agerar, är underutbyggd och underfinansierad som skapar efterfrågan av privat sjukvård. På dessa marknader uppvisas även en stark ekonomisk utveckling jämfört med mogna ekonomier, vilket driver en utveckling med en växande medelklass som efterfrågar snabbare och bättre tillgång till kvalitativ hälsovård.

Vi anser att den stora tillväxtpotentialen för bolaget ännu inte återspeglas i aktiekursen (kurs 295 kr). Därtill har bolaget en stark balansräkning som ger utrymme för förvärv, vilket kan ge extra bränsle för högre tillväxt än vad vi räknat med i våra prognoser. Vi bedömer riskerna i verksamheten är låg, då hälsovård generellt visats motståndskraftigt mot svängningar i ekonomin samt bolagets goda historik av att hantera kriser. Det är dock viktigt att poängtera att aktien handlas till höga multiplar, vilket gör den känslig för besvikelser, framför allt avseende tillväxten.

### Bolagsprofil

Medicover är en leverantör av vård- och diagnostiktjänster med verksamhet i framför allt Central- och Östeuropa samt i Indien. Bolagets tre största marknader är Polen, Tyskland och Rumänien, vilka stod för omkring 75 procent av nettoomsättningen under 2020. Nettoomsättning på rullande tolv månadersbasis uppgår till knappt EUR 1,3 mdr med ett EBITDA på EUR 248 m. Intäkterna är relativt jämt fördelade mellan bolagets två divisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. Inom affärsområdena ingår över 32 000 medarbetare. Medicover leds av ett erfaret och starkt team, där vd och CFO varit intakta under merparten av bolagsresan, som över tid levererat tillväxt högre än sina underliggande marknader.

### Värdering

Vår värdering av Medicover stödjer sig mot en DCF-värdering och en multipelvärdering. DCF-modellen baseras på explicita estimat tio år framåt för vardera affärsdivision och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 6,8 procent (6,7). Vår DCF-modell indikerar ett värde om 316 kr per aktie.

Multipelvärderingen utgår ifrån EV/EBITDA-multipel för 2022 och 2023 som uppgår till 21x respektive 18x. Spannet ger en värdering på 303 kr till 322 kr. Vi använder ett medelvärde för dessa två år för relevanta jämförbara bolag (se tabell initieringen). Anledningen till att vi använder ett medelvärde beror på att vi vill minska påverkan av tillfälliga covid-19-effekter och väga in brutna räkenskapsår, vilket gäller för de indiska bolagen. Vår multipelvärdering ger ett värde på 312 kr.

Med stöd från höjda prognoser tar vi upp vårt motiverade värde till 312-316 kr (275-280).



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 8 November 2021

## Sammanfattning

### Stärkta utsikter

Nedan visas en känslighetsanalys för vår DCF-värdering baserat på olika antagande om avkastningskrav (WACC) och den terminala tillväxttakten.

		Långsiktig tillväxttakt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	6,8%	284	319	363	423	507
	7,0%	270	301	341	394	467
	7,2%	254	282	<b>316</b>	361	423
	7,4%	243	270	304	346	401
	7,6%	233	256	285	322	370

Som synes ovan är känsligheten för den långsiktiga tillväxten hög.

## Bra försäljning, men något svagare marginaler

I tabellen nedan presenteras skillnaderna mellan vår prognos, konsensus och utfallet för Q3 2021.

	Q3 2021				
	Utfall	EPB	Diff	Konsensus	Diff
Nettoomsättning	335,0	328,0	7,0	317,4	17,7
Kostnader för medicinska tjänster	-249,4	-232,9	-16,5		
<b>Bruttoresultat</b>	<b>85,6</b>	<b>95,1</b>	<b>-9,5</b>		
Distributions- och marknadsföringskostnader	-12,9	-14,8	1,9		
Administrationskostnader	-42,7	-42,0	-0,7		
<b>EBIT</b>	<b>30,0</b>	<b>38,4</b>	<b>-8,4</b>	<b>32,8</b>	<b>-2,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>58,0</b>	<b>64,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>58,8</b>	<b>-0,8</b>
Övriga intäkter och kostnader	0,7	0,0	0,7		
<b>Summa finansiella poster</b>	<b>-6,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>		
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,0	0,3		
<b>Resultat före skatt</b>	<b>24,4</b>	<b>35,1</b>	<b>-10,7</b>	<b>28,3</b>	<b>-3,9</b>
Skatt	-6,0	-9,5	3,5		
<b>Nettoresultat</b>	<b>18,8</b>	<b>25,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>20,1</b>	<b>-1,3</b>
<b>EPS (EUR)</b>	<b>0,123</b>	<b>0,166</b>	<b>-0,043</b>	<b>0,135</b>	<b>-0,012</b>
Bruttomarginal	25,6%	29,0%	-3,4%		
EBIT-marginal	9,0%	11,7%	-2,8%	10,3%	-1,4%
EBITDA-marginal	17,3%	19,7%	-2,4%	18,5%	-1,2%

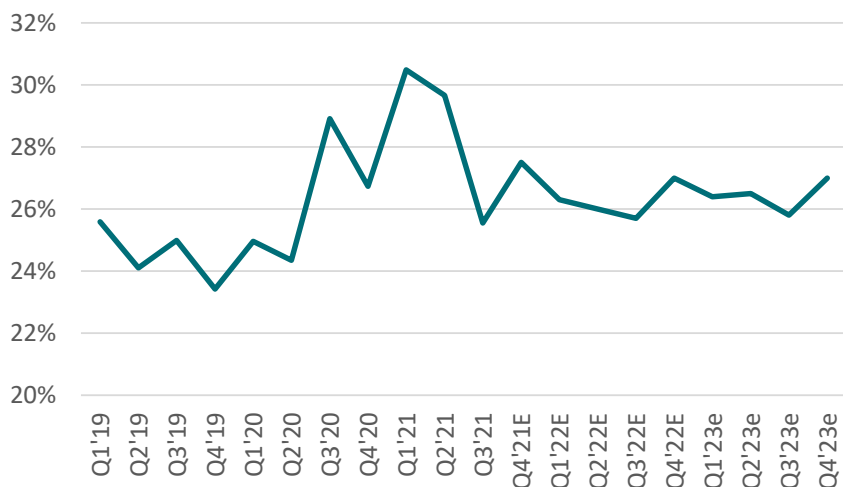
Källa: Bolaget, EPB

Nettoomsättningen under Q3 2021 slog våra förväntningar och det var framför allt bättre snurr i den underliggande verksamheten som stod bakom avvikelserna, medan försäljningen relaterad till covid-19 var något lägre än vår prognos. Det vi hör från bolaget, konkurrenter och trender i marknaden indikerar ett starkt underliggande marknadsläge med högt tryck in i 2022. Därtill ser vi en ökad smittspridning av covid-19 på flera av bolagets nyckelmarknader, vilket talar för fortsatt hög efterfrågan av tester.

Där vi var för optimistiska inför rapporten var på kostnadssidan. Framföra allt hamnade kostnaderna för medicinska tjänster över vår prognos, vilket satt press på bruttomarginalen. Här kan det finnas flera förklaringar, så som lägre subventioner från stater och på hyror jämfört med Q3 2020, efter att covid-19-restriktioner lättat. Vi tror även att ett högt tryck inom vården till viss del driver accelererande löneökningstakt på vissa marknader. Bolaget uppger dock att de på ett bra sätt kan motta en sådan utveckling genom att föra över ökade löner på prisökningar inom kontantvården, som utgör en ökande andel av verksamheten och uppgick till 62 procent av nettoomsättningen i Q3 2021.

Vi har sedan tidigare bedömt att marginalerna kommer bli lägre jämfört med vad vi sett under det senaste året, men effekten kom något snabbare är beräknat. Det som dock talar för att bruttomarginalen kan fortsätta ligga över historiska nivåer är just en högre andel av intäkter från kontantbetalande patienter och en ökad digitalisering.

### Prognos bruttomarginal (%), Q1 2019-Q4 2023



Källa: Bolaget, EPB

### Diagnostic Services växer fortfarande snabbt

Nettoomsättningen steg med 35,6 procent till EUR 162,9 m (120,1). Den underliggande tillväxten hamnade på 19,1 procent (exkl. covid-19-tjänster) och den organiska uppgick till 17,2 procent. Testvolymerna ökade med 18,6 procent till 32,4 miljoner och med 12,2 procent exkl. covid-19-tester.

Verksamheten utvecklades starkast i Ukraina (+56 procent y/y och utgör 16 procent av nettoomsättningen), men vi ser även en robust utveckling inom bolagets verksamhet inriktat på att sälja corona-tester för reseindustrin. I Rumänien var tillväxttakten förhållandevis låg (+14 procent) trots att landet är inne i sin värsta våg av covid-19-smittspridning. En mer utbredd användning av de billigare antigen-testerna i landet kan vara en förklaring.

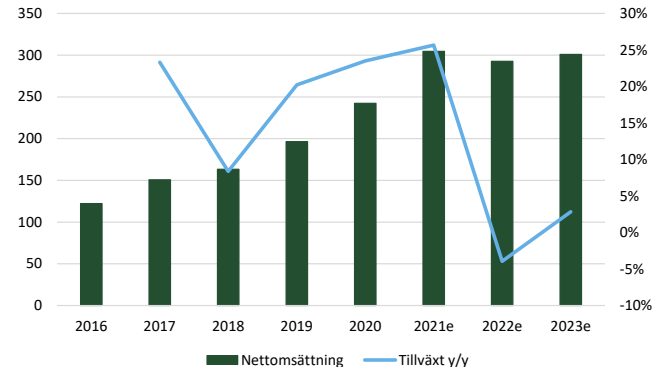
På den tyska marknaden, som är den största inom affärsområdet (43 procent), såg vi en inbromsning mot föregående kvartal, men det sker från höga nivåer. Ökad smittspridning i landet kan dock på kort sikt innebära att efterfrågan redan under innevarande kvartal tvärt vänder uppåt. Därutöver indikerar konkurrenter bra fart i den underliggande efterfrågan och bra priser (>5 procent i tillväxt). För att fortsätta dra nytta av en hög efterfrågan på tester bygger bolaget ut sin kapacitet med ett nytt centrallaboratorie i Frankfurt Oder.

### Antal nya fall av covid-19 i Tyskland



Källa: Ourworldindata.org

### Prognos nettoomsättning Tyskland (EUR m)



Källa: Bolaget, EPB

Vi förväntar oss att den tyska marknaden växer med 26 procent i år, men backar med 4 procent under 2022, då vi räknar med lägre efterfrågan på covid-19-tester. Men den långsiktiga underliggande trenden är intakt och vi väntar oss att tillväxten kommer tillbaka från 2023 (exkluderat förvärv).

### Förvärv driver upp tillväxten inom Healthcare Services

Det var framför allt inom affärsområdet Healthcare Services vi överraskades av starka siffror. Nettoomsättningen steg med 20,7 procent till EUR 176,7 m (146,4), varav organiskt 15,2 procent. Den underliggande efterfrågan exkl. covid-19-tjänster utvecklas mycket bra och visade en ökning om 27,2 procent. Det är bra fart i abonnemangsmodellen efter att den ekonomiska återhämtningen nu fått fart, där antalet medlemmar ökade med 11,2 procent till 1,46 milj. (1,32). Snabbast utvecklas den kontantbetalada vården som växte med 27 procent och utgör nu 52 procent av försäljningen inom divisionen.

Den polska marknaden fortsätter vara den största (63 procent av nettoomsättningen inom affärsområdet) och visar robust utveckling med en tillväxt på 23 procent och uppgick till EUR 111,6 m (91,0). Ekonomiska återhämtningen i Polen är god och vi ser signaler på stark efterfrågan på privatsjukvård.

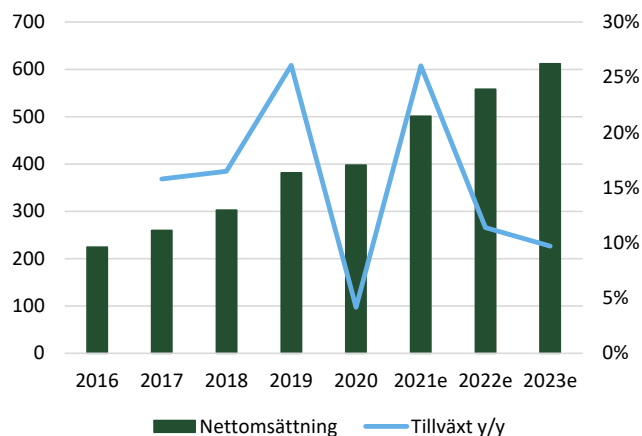
Utöver bra snurr på den underliggande efterfrågan gör Medcover omfattande investeringar i expansion med att sätta upp helt nya kliniker och mest aktivitet på den fronten ser vi i Indien, Polen och Rumänien. Nytt från halvårsskiftet är en tydlig ökning av förvärv. Exempelvis har bolaget köpt ett antal gym och dental-enheter med verksamhet i Polen. Fertilitetsenheter i Norden och nya sjukhus i Indien.

Medcover är sedan tidigare en spelare inom gym-branschen, vilket ligger under Medcover Sports. I början av september förvärvades en större kedja i Polen, Just Gym- (22 enheter plus 2 under uppstart) och i slutet av september Fitarena och Quantfit (11 enheter). I och med senaste förvärven stärks bolagets marknadsandel inom företagskunder till en andel om cirka 10 procent. Gym-verksamheter har drabbats hårt under pandemin, då de i princip varit stängda till mitten av maj i år. Vi bedömer att verksamheterna vid ett normaliserat läge kan visa god lönsamhet med EBITDA-marginal på >20 procent (ref. Benefit Systems). I Polen är Gym underutbyggt, jämfört med grannländer som Tyskland, vilket talar för bra tillväxtpotentialer vid fortsatt bra ekonomisk utveckling.

Senast i raden av förvärv är CDT Medicus (CDT), vilket stärker bolagets närvaro inom medicinska tjänster i Legnicko-Glogowski, Okreg, Miedziowy (LGOM) regionen i sydvästra Polen. CDT hade en nettoomsättning på EUR 22 m under 2020. Affären väntas kunna bli godkänd i början av 2022 (vi räknar med februari). För CDT betalar Medcover EUR 54 m, vilket uppges motsvara en låg dubbelsiffrig EBITDA-multipel exklusive synergier, vilket implicerar EBITDA-marginal på 20-25 procent.

Förvärv och god ekonomisk utveckling talar för bra förutsättningar i Polen närmaste åren. Nedan visas våra förväntningar (inkluderar bägge affärsområdena).

### Prognos försäljning i Polen (EUR m)



Källa: Bolaget, EPB

Den indiska verksamheten uppvisade visserligen en nedgång jämfört med Q2 2021 (lägre beläggning av covid-19-patienter), men en betydande tillväxt mot Q3 2020 och nettoomsättningen ökade med 14,2 procent till EUR 33,0 m (28,9). Bolaget fortsätter att ha en expansiv plan för den indiska marknaden med 18 aktiva sjukhus och två till under uppstart som kan driftsättas under innevarande kvartal (ökning med fyra sjukhus under 2021). Den indiska marknaden är intressant och om pågående satsningar slår väl ut bedömer vi att befintlig infrastruktur kan ha en potential på att nå en nettoomsättning på över EUR 300 m.

## Prognosförändringar

Det är flera anledningar till att vi höjer våra prognoser relativt ordentligt. Först och främst en bra utveckling under Q3 2021 som visar på robust underliggande marknadstillväxt. För det andra så blir vi allt mer övertygade om att efterfrågan av covid-19-tjänster kommer bestå in i 2022 och sannolikt även in i 2023 (frågan om det kommer särredovisas). Vi ser nu även en ordentlig uppgång i förvärsaktiviteten, utöver de omfattande expansionsinvesteringar som genomförs. Lönsamhetseffekten är dock inte lika påtaglig och på EPS-nivå har vi en negativ effekt, då vi räknar med högre räntekostnader drivet av ökade leasingkulder.

Prognosförändringar (EUR m)		2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	Nya	1353,6	1449,4	1579,1
	Tidigare	1322,4	1349,0	1468,2
	Diff	2,4%	7,4%	7,6%
Bruttoresultat	Nya	382,7	380,6	417,4
	Tidigare	387,9	368,6	403,7
	Diff	-1,3%	3,2%	3,4%
EBITDA	Nya	260,4	254,8	281,6
	Tidigare	265,0	244,3	265,1
	Diff	-1,7%	4,3%	6,2%
EBIT	Nya	154,8	137,0	152,1
	Tidigare	162,0	132,2	145,7
	Diff	-4,4%	3,6%	4,4%
EPS (EUR)	Nya	0,684	0,571	0,636
	Tidigare	0,736	0,584	0,645
	Diff	-7,1%	-2,2%	-1,4%

Varför vi ändå ser en tillväxt på under 10 procent per år för 2022 och 2023, trots allt positivt som sker, beror huvudsakligen på att vi förväntar oss att covid-19-intäkterna successivt kommer att klinga av i betydelse, med start från och med 2022, se nedan.

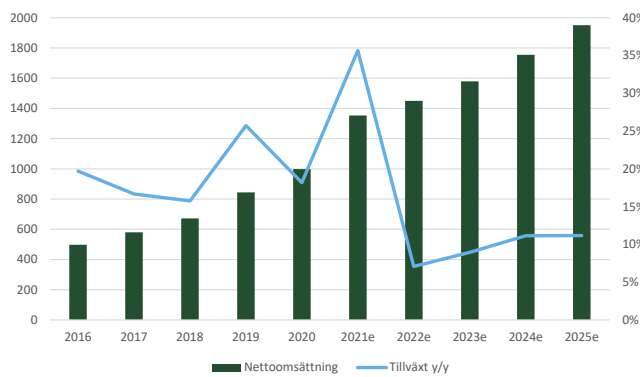
Prognos nettoomsättning covid-19-tjänster (EUR m)										
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	FY 2020	FY2021e	FY2022e
<b>Nettoomsättning</b>										
Diagnostic Services	1,0	7,9	16,0	41,2	42,7	43,9	38,9	66,1	167,3	123,0
Healthcare Services	0,0	1,1	16,0	11,2	10,2	37,9	10,9	28,3	71,4	44,0
Summa	1,0	9,0	32,0	52,4	52,9	81,8	49,8	94,4	238,7	167,0
<b>EBITDA</b>										
Diagnostic Services	0,4	2,3	6,1	12,4	15,2	18,9	14,7			
Healthcare Services	0,0	0,6	6,4	1,9	1,4	12,0	1,6			
Summa	0,4	2,9	12,5	14,3	16,6	30,9	16,3			
<b>EBITDA-marginal</b>										
Diagnostic Services	32,0%	29,7%	38,2%	30,1%	35,7%	43,0%	37,7%			
Healthcare Services	0,0%	48,0%	40,1%	17,0%	13,2%	31,7%	14,8%			
Summa	32,0%	31,9%	39,2%	27,3%	31,4%	37,8%	32,7%			

Källa: Bolaget, EPB

I vår prognos för 2022 räknar vi med att vi får se en relativt hög smittspridning i Europa en bit in i Q2 2022 och att det kommer en nya våg av ökad smittspridning i Indien under H1 2022.

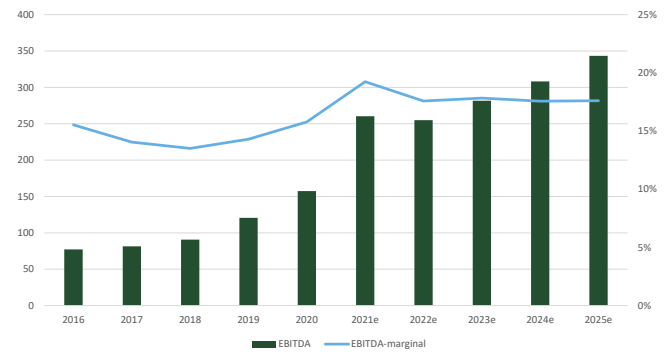


### Prognos nettoomsättning och tillväxt (EUR m, %)



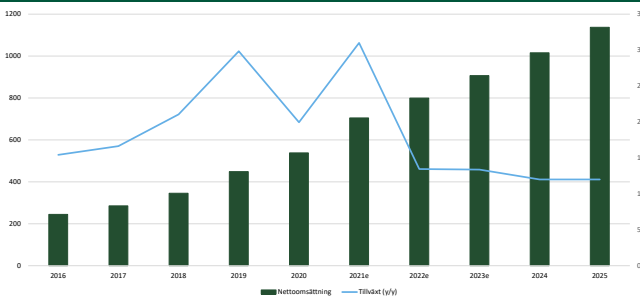
Källa: Bolaget, EPB

### Prognos EBITDA och marginal (EUR m, %)



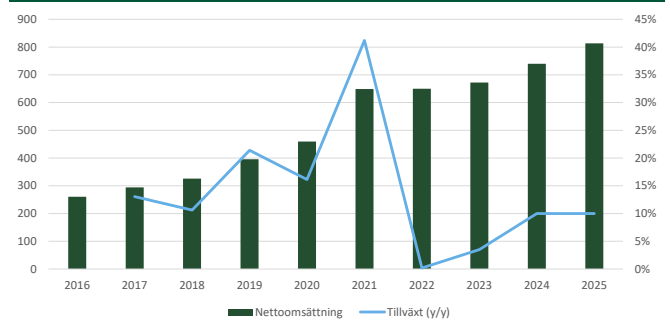
Källa: Bolaget, EPB

### Nettoomsättning och tillväxt - Healthcare Services (EUR m, %)



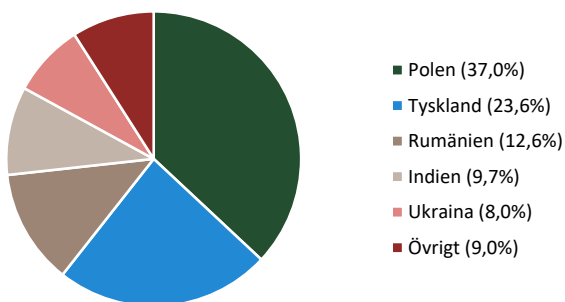
Källa: Bolaget, EPB

### Nettoomsättning och tillväxt - Diagnostic Services (EUR m, %)



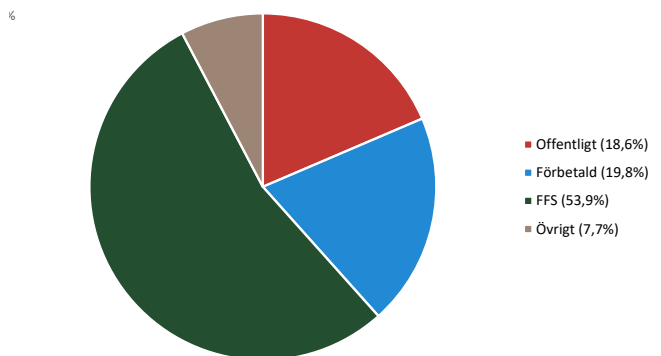
Källa: Bolaget, EPB

### Fördelning av nettoomsättningen största marknaderna (%)



Källa: Bolaget, EPB

### Fördelning mellan olika intäktskällor (%)



Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	497,3	580,2	671,6	844,4	997,8	1353,6	1449,4	1579,1
Kostnader för medicinska tjänster	-367,2	-438,2	-507,3	-637,6	-734,3	-970,9	-1068,9	-1161,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>130,1</b>	<b>142,0</b>	<b>164,3</b>	<b>206,8</b>	<b>263,5</b>	<b>382,7</b>	<b>380,6</b>	<b>417,4</b>
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-24,9	-28,5	-35,2	-45,0	-43,3	-57,3	-60,9	-66,3
Administrationskostnader	-77,2	-84,7	-95,4	-115,3	-158,9	-170,6	-182,6	-199,0
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>28,0</b>	<b>28,8</b>	<b>33,7</b>	<b>46,5</b>	<b>61,3</b>	<b>154,8</b>	<b>137,0</b>	<b>152,1</b>
Övriga intäkter och kostnader	0,2	2,9	8,6	1,0	1,5	0,8	0,0	0,0
Ränteintäkter		0,2	1,4	1,8	0,9	0,7	0,0	0,0
Räntekostnader		-4,9	-9,6	-13,7	-18,1	-19,4	0,0	0,0
Övriga finansiella intäkter och kostnader		0,8	-0,6	-0,4	-8,4	0,1	0,0	0,0
<b>Summa finansiella poster</b>	<b>-12,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-25,6</b>	<b>-18,6</b>	<b>-21,7</b>	<b>-23,7</b>
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,1	0,2	-1,8	-1,9	0,1	0,9	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>15,4</b>	<b>28,0</b>	<b>31,7</b>	<b>33,3</b>	<b>37,3</b>	<b>137,9</b>	<b>115,3</b>	<b>128,4</b>
Skatt	-5,4	-7,8	-7,5	-8,6	-10,0	-36,5	-30,5	-34,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>10,0</b>	<b>20,2</b>	<b>24,2</b>	<b>24,7</b>	<b>27,3</b>	<b>101,4</b>	<b>84,7</b>	<b>94,4</b>

## Resultaträkning per kvartal (EUR m)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21E	Q1'22E	Q2'22E	Q3'22E	Q4'22E
Nettoomsättning	317,2	348,9	335,0	352,5	368,6	359,9	354,7	366,2
Kostnader för medicinska tjänster	-220,5	-245,4	-249,4	-255,6	-271,7	-266,3	-263,5	-267,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>96,7</b>	<b>103,5</b>	<b>85,6</b>	<b>96,9</b>	<b>97,0</b>	<b>93,6</b>	<b>91,2</b>	<b>98,9</b>
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-13,9	-15,0	-12,9	-15,5	-15,9	-15,5	-13,8	-15,7
Administrationskostnader	-41,2	-42,3	-42,7	-44,4	-46,4	-45,3	-44,7	-46,1
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>41,6</b>	<b>46,2</b>	<b>30,0</b>	<b>37,0</b>	<b>34,7</b>	<b>32,8</b>	<b>32,6</b>	<b>37,0</b>
Övriga intäkter och kostnader	-0,1	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa finansiella poster</b>	<b>-5,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,5</b>
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>36,5</b>	<b>45,4</b>	<b>24,4</b>	<b>31,6</b>	<b>29,1</b>	<b>27,4</b>	<b>27,3</b>	<b>31,5</b>
Skatt	-10,2	-11,9	-6,0	-8,4	-7,7	-7,2	-7,2	-8,3
<b>Nettoresultat</b>	<b>26,3</b>	<b>33,5</b>	<b>18,4</b>	<b>23,2</b>	<b>21,4</b>	<b>20,1</b>	<b>20,1</b>	<b>23,1</b>

## Balansräkning (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	118,6	126,8	150,1	293,1	289,2	372,0	435,0	465,8
Övriga immateriella tillgångar	31,6	36,4	50,8	74,6	64,6	68,5	74,0	75,8
Nyttjanderättstillgångar	96,0	110,3	117,0	166,0	180,4	288,0	338,0	379,0
<b>Summa Immateriella anläggningstillgångar</b>	<b>246,2</b>	<b>273,5</b>	<b>317,9</b>	<b>533,7</b>	<b>534,2</b>	<b>728,5</b>	<b>847,0</b>	<b>920,6</b>
Materiella anläggningstillgångar	140,2	147,8	164,4	252,7	257,9	306,0	325,0	363,2
<b>Summa Materiella anläggningstillgångar</b>	<b>140,2</b>	<b>147,8</b>	<b>164,4</b>	<b>252,7</b>	<b>257,9</b>	<b>306,0</b>	<b>325,0</b>	<b>363,2</b>
Finansiella anläggningstillgångar	6,6	31,9	57,3	17,3	29,6	40,0	40,8	43,0
<b>Summa Finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>6,6</b>	<b>31,9</b>	<b>57,3</b>	<b>17,3</b>	<b>29,6</b>	<b>40,0</b>	<b>40,8</b>	<b>43,0</b>
Varulager	25,8	30,7	30,3	37,1	53,0	62,3	63,8	71,1
Kundfordringar	76,7	82,3	92,3	142,3	149,4	192,2	205,8	225,8
Övriga fordringar	0,0	2,1	27,8	1,6	0,0	2,0	0,0	0,0
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	40,1	0,0	0,0	0,0
Kassa o bank	18,4	45,4	38,4	34,8	46,7	110,4	109,4	91,3
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>120,9</b>	<b>160,5</b>	<b>188,8</b>	<b>215,8</b>	<b>289,2</b>	<b>366,8</b>	<b>379,0</b>	<b>388,1</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>513,9</b>	<b>613,7</b>	<b>728,4</b>	<b>1019,5</b>	<b>1110,9</b>	<b>1441,3</b>	<b>1591,8</b>	<b>1714,9</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
<b>Eget Kapital</b>	<b>95,3</b>	<b>299,8</b>	<b>317,5</b>	<b>359,7</b>	<b>483,5</b>	<b>557,1</b>	<b>640,2</b>	<b>726,0</b>
Uppskjuten skatteskuld	0,0	22,8	23,7	27,5	30,0	40,0	40,5	41,9
Räntebärande skuld	194,5	52,5	126,4	163,8	152,8	173,0	203,0	205,0
Leasingskulder	74,2	85,6	96,4	142,0	165,1	272,7	316,0	347,4
Övriga långfristiga skulder	40,4	28,7	34,5	44,8	51,2	75,2	75,0	71,1
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>309,1</b>	<b>189,6</b>	<b>281,0</b>	<b>378,1</b>	<b>399,1</b>	<b>560,9</b>	<b>634,5</b>	<b>665,4</b>
Leverantörsskulder	56,4	66,3	77,9	114,6	149,4	177,3	188,4	202,1
Konvertibellån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kort skuldsättning (räntebärande)	14,6	3,7	4,9	111,5	15,1	54,0	34,0	32,0
Kort leasingskuld	26,1	30,3	29,0	34,2	34,4	46,4	47,1	45,6
Aktuell skatteskuld	0,0	6,8	4,2	4,8	7,8	22,6	23,0	17,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	12,4	17,2	13,9	16,6	21,6	23,0	24,6	26,8
<b>Summa Kortfristiga skulder</b>	<b>109,5</b>	<b>124,3</b>	<b>129,9</b>	<b>281,7</b>	<b>228,3</b>	<b>323,3</b>	<b>317,2</b>	<b>323,6</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>513,9</b>	<b>613,7</b>	<b>728,4</b>	<b>1019,5</b>	<b>1110,9</b>	<b>1441,3</b>	<b>1591,9</b>	<b>1714,9</b>

## Kassaflödesanalys (EUR m)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före förändring av rörelsekapital	72,4	83,3	94,4	124,4	167,7	266,1	262,5	290,0
Summa förändring av rörelsekapital	-15,1	0,5	-8,1	-23,5	-0,7	-30,9	0,0	-17,4
Betald skatt	-6,0	-7,1	-11,9	-13,5	-11,0	-17,8	-32,1	-32,0
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>51,3</b>	<b>76,7</b>	<b>74,4</b>	<b>87,3</b>	<b>156,0</b>	<b>217,3</b>	<b>230,4</b>	<b>240,7</b>
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-66,1	-53,5	-116,1	-141,8	-126,3	-136,8	-171,0	-173,7
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	16,1	4,9	34,6	48,8	-14,1	-7,5	-42,5	-61,4
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-17,8	-23,7
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>1,3</b>	<b>28,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>15,6</b>	<b>62,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-18,2</b>

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	16,7%	15,8%	25,7%	18,2%	35,7%	7,1%	8,9%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,3%	26,3%	26,4%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,2%	17,6%	17,8%
EBITDAaL-marginal	9,1%	8,7%	9,5%	10,9%	14,9%	12,4%	12,4%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,4%	9,5%	9,6%
Skattesats	-27,9%	-23,7%	-25,8%	-26,8%	-26,4%	-26,5%	-26,5%

## Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROA	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	7,0%	5,3%	5,5%
ROE	6,7%	7,6%	6,9%	5,6%	18,2%	13,2%	13,0%
ROIC	5,7%	5,4%	3,9%	4,2%	14,3%	11,7%	12,3%
ROCE	8,1%	7,5%	7,3%	9,4%	19,7%	15,6%	15,8%

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	0,152	0,167	0,168	0,182	0,684	0,571	0,636
Utdelning per aktie				0,070	0,120	0,160	0,200
EK per aktie	2,25	2,38	2,70	3,26	3,67	4,21	4,78
Antal aktier efter utspädning	135,7	135,7	135,7	150,7	151,9	151,9	151,9

## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	39,5	39,0	63,7	88,8	43,5	52,1	46,7
P/EK	2,8	3,0	4,4	5,0	8,1	7,1	6,2
Direktavkastning				0,2%	0,4%	0,5%	0,7%
EV/S*	1,7	1,8	2,2	2,7	3,7	3,5	3,2
EV/EBITDA*	12,2	13,0	15,1	17,4	19,0	19,7	18,0
EV/EBITDAaL*	18,9	20,2	22,6	25,2	24,5	27,9	25,9
EV/EBIT*	34,6	35,1	39,2	44,6	32,0	36,6	33,3
Aktiekurs (SEK)	63	73,3	108,6	164,0	295,0	295,0	295,0
EV (EUR m)*, årets slut	998	1 182	1 825	2 733	4 954	5 009	5 057

\* EV inkluderar leasingkulder vid utgången av året (EV på framsidan är baserad på senaste rapporten)

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)