



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 28 Juli 2022

Medicover

Visar motståndskraft

Bra rapport

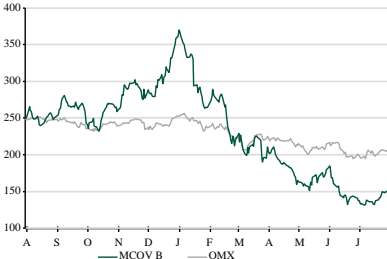
Trots de många utmaningar som bolaget haft att stängas med under det andra kvartalet så uppvisades tillväxt, där nettoomsättningen ökade med 3,8 procent till EUR 362,2m (348,9) och därmed överträffade våra förväntningar. Kostnadstrycket har varit högt med framför allt snabba löneökningar, vilket pressat lönsamhet och marginaler under perioden. Vi känner dock ingen större oro över situationen, som knappast är ny för bolaget.

Estimatändringar nettoneutrala

Rapporten bekräftar robust underliggande efterfrågan av bolagets tjänster trots ökat kostnadstrycket som tränger undan köpkraft för konsumenter. Därtill verkar inte kriget i Ukraina spilla över på grannländerna Polen och Rumänien, samtidigt som verksamheten i Ukraina överraskat oss positivt. Vi höjer våra prognoser för nettoomsättningen, men de neutraliseras av en något mer försiktig inställning till marginalerna.

Aktien attraktiv

Synen på hur framtida vinster för Medicover ska värderas har skiftet kraftigt under det senaste halvåret. Som högst handlades aktien med en premie om 20 procent mot vårt motiverade värde, men som nu istället bytts mot en rabatt på nästan 35 procent. Investeringscasen är intakt och det bekräftas av senaste rapporten och vi ser ett attraktivt läge för investerare med ett längre perspektiv. Motiverat värde uppgår till 225-230 kr.

Estimatändring (EUR)				Prognos (EUR)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	225.0 - 230.0
EPS, justerad 22e	0.2	0.3	-18.3%	Omsättning, mkr	1,377	1,497	1,673	1,887	Aktiekurs	€14.5
EPS, justerad 23e	0.4	0.5	-15.6%	Tillväxt	38%	9%	12%	13%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	0.5	0.6	-16.4%	EBITDA, mkr	270	242	281	321	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 2022</div> <div>3 Nov 2022</div>				EBIT, mkr	159	83	118	144		
				EPS, justerad	0.7	0.2	0.4	0.5		
				EPS tillväxt	290%	(64)%	60%	26%		
				EK/aktie	3.7	3.7	3.9	4.2		
<div>Bolagsfakta (EURm)</div> <div>Antal aktier</div> <div>152m</div> <div>Börsvärde</div> <div>2,196</div> <div>Nettoskuld</div> <div>628</div> <div>EV</div> <div>2,824</div> <div>Free float</div> <div>39%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt</div> <div>89(k)</div> <div>Reuters/Bloomberg</div> <div>MCOVB.st/MCOVB ss</div>				Utdelning/aktie	0.1	0.2	0.2	0.3	<div>Analytiker</div> <div>klas.palin@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	11.6%	5.6%	7.0%	7.7%		
				ROE (%)	19.0%	6.8%	10.2%	11.9%		
				ROCE	16.3%	8.2%	11.4%	13.2%		
				EV/Sales	2.1x	1.9x	1.7x	1.5x		
				EV/EBITDA	10.4x	11.7x	10.1x	8.8x		
				EV/EBIT	17.7x	33.9x	24.0x	19.6x		
				P/E, justerad	21.1x	62.3x	37.9x	30.0x		
				P/EK	3.9x	3.9x	3.7x	3.4x		
				Direktavkastning	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%		
				FCF yield	(4.5)%	3.1%	5.3%	5.9%		
				Nettosk./EBITDA	1.2g	1.7g	1.4g	1.3g		



Sammanfattning

Visar motståndskraft

Investment Case

Medicover har en imponerande historik av att växa sin verksamhet (~16% CAGR senaste tio åren) och vi ser i nuläget inga hinder för att detta ska kunna fortgå under lång tid framöver. Det som driver verksamheten är en globalt 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, vilket skapar efterfråga av privat sjukvård. Dessa marknader har uppvisat och uppvisar en bra ekonomisk utveckling jämfört med de mer mogna ekonomier i västra Europa och USA. De har en snabbt växande medelklass som efterfrågar bättre tillgång till kvalitativ hälsovård, där privata aktörer fyller en viktig funktion.

Vi anser att Medicover ger investerare en unik exponering mot marknader inom hälsovårdssektorn där efterfrågan snabbt ökar. Vår bedömning är att marknaden underskattar de långa tillväxttrenderna och med det den efterfrågan som finns av bolagets tjänster, vilket inte återspeglas i aktiekursen (150,9 kr). Riskerna i verksamheten är relativt låga, där hälsovård generellt visats motståndskraftigt mot svängningar i ekonomin samt bolagets goda historik av att hantera kriser. Medicover är en ledande aktör på sina marknader och vi ser tydliga inträdesbarriärer för nya spelare.

Bolagsprofil

Medicover är 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 nästan 75 procent av nettoomsättningen under 2021. Nettoomsättning på rullande tolv månadersbasis uppgår nästan till EUR 14 mrd med ett EBITDA om EUR 248 m. Intäkterna är relativt jämt fördelade mellan bolagets två divisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. Inom affärsområdena ingår upp mot 40 000 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, men vi väger även in en multipelvärdering (50 procent vardera) för att få med hur marknaden värderar liknande tillgångar. DCF-modellen baseras på explicita estimat tio år framåt för vardera affärsdivision och därefter ett terminalvärde om 3 procent. De framtida kassaflödena diskonteras med en WACC på 8,4 procent (8,0), där höjningen är driven av stigande marknadsräntor. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 219 kr (244) per aktie, se nedan.

Den svaga aktiemarknad som vi sett under 2022 innebär en förändrad syn på hur framtida vinster värderas. Flertalet jämförbara bolag med Medicover har tappat i värde och med det en har vi sett en multipelkontraktion. I vår multipelvärderingen använder vi ett snittvärde av EV/S om 2,9x (tidigare 3,1x) och EV/EBITDA på 13,5x (tidigare 13,7x), där en sammanvägning ger ett värde på Medicover om 243 kr (252).

Utifrån DCF- och multipelvärderingen så sätter vi vårt motiverade värde till 225-230 kr.

Nedan visas vår DCF-värdering och en känslighetsanalys för olika antagande om avkastningskrav (WACC) och terminal tillväxttakt. Bolagets exponering mot länder med hög tillväxt och en underutbyggd sjukvårds- och diagnostikmarknad, vilka vi förväntar oss kommer att uppvisa en stark tillväxt under decennier framöver, är anledningen till att vi använder oss av ett terminalvärde på 3 procent.

DCF-värdering

Wacc uträkning			
Risikfri ränta	2,5%		
Beta koefficient	1,27	Räntekostnad	2,5%
Riskpremie	5,6%	Skattesats	25%
Extra riskpremie (m.cap)	0,0%	Skulder/(skulder + eget kapital)	15%
Cost of equity	9,6%	WACC	8,4%
DCF-fördelning	EUR m	Per aktie Euro	
DCF 2022-2026	308,3		21,18
DCF 2027-2031	721,8		49,60
Terminal värde	2917,2		200,45
Kassa	128,6		8,84
Räntebärande skulder	-887,1		-60,96
Summa	3188,8		219,1
CAGR 2022-2026	11,9%		
CAGR 2027-2031	8,7%		
Terminal tillväxt	3,0%		
EBITDA-marginal 2022-2026	17,2%		
EBITDA-marginal 2027-2031	17,9%		
Terminal EBITDA-marginal	18,0%		

Känslighetsanalys DCF-värdering

		Långsiktig tillväxttakt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,0%	203	223	246	275	310
	8,2%	193	211	232	258	290
	8,4%	183	200	219	242	271
	8,6%	173	188	206	227	253
	8,8%	165	179	195	214	237

Källa: EPB

Aktien handlas i dagsläget med en tydlig rabatt mot hur den handlats historiskt vid multipelvärdering (baseras på utvecklingen under de senaste tre åren), se grafer nedan, vilket vi anser ger visst stöd för vår tes att aktien är undervärderad.

EV/S (LTM), senaste tre åren



EV/EBITDA (LTM), senaste tre åren



Källa: FactSet

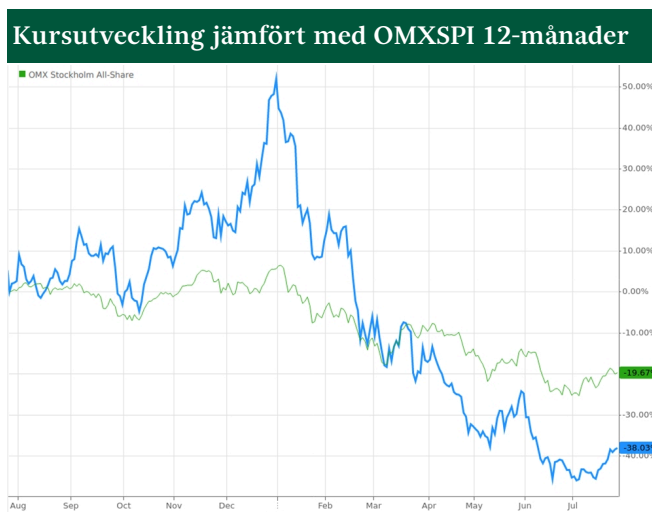
Även om multiplarna gått ned något för jämförbara bolag, så framstår värderingen av Medicover fortsatt som bland de lägre inom sektorn.

Värdering av jämförbara bolag					
	EV	EV / Sales		EV / EBITDA	
	(EUR)	2022	2023	2022	2023
Apollo Hospitals	7 308	3,7x	3,1x	25,2x	20,4x
Fortis Healthcare	2 495	3,5x	3,1x	18,9x	16,6x
Med Life	493	2,2x	2,2x	10,7x	8,7x
Orpea	1 495	2,7x	2,6x	12,4x	11,4x
IHH Healthcare	12 537	3,8x	3,5x	15,5x	14,4x
Max Healthcare Institute	4 352	6,1x	5,6x	23,8x	20,7x
Ramsay Healthcare	11 044	1,8x	1,7x	13,0x	10,6x
Sonic Healthcare	11 192	2,1x	2,3x	7,0x	10,0x
Synlab	4 051	1,7x	1,9x	6,9x	8,3x
Medel		3,1x	2,9x	14,8x	13,5x
Median		2,7x	2,6x	13,0x	11,4x
Medicover (EPB)		1,9x	1,7x	11,7x	10,1x

Källa: FactSet

Börsens syn på hur de framtida vinsterna för Medicover ska värderas har skiftet kraftigt under det senaste halvåret. Som högst handlades aktien med en premie på 20 procent mot vårt motiverade värde, men som nu istället bytts mot en rabatt på nästan 35 procent.

Framtida vinster har blivit mindre värda med stigande räntor, men det är något vi tagit höjd för i vår modell. Vi tror snarare att marknaden haft svårt att förhålla sig till covid-19 och att aktien stundom setts som en vinnare av höga testvolymmer. Förvisso sant, men värderingsmässigt av mindre betydelse. Det är den långsiktiga stabiliteten i den underliggande efterfrågan som verkligen betyder något och som vi anser att Q2-rapporten bekräftar är intakt. Medicover är ett av få bolag som verkligen är vana att hantera inflation, då marknader som Indien, Polen och Rumänien knappats historiskt betraktats som låginflationsländer. När den kortsiktiga synen nu åter dominerar börserna, men med en negativ tvist, så ser vi bra möjligheter för långsiktiga investerare.



Källa: FactSet

Verksamheten växte i Q2 trots utmaningar

Nettoomsättningen ökade med 3,8 procent till EUR 362,2m (348,9) och slog våra förväntningar samt konsensus. Den organiska tillväxten uppgick till -5,0 procent, drivet av lägre intäkter från covid-19-testning och sjunkande försäljning i Ukraina. Covid-19-relaterad nettoomsättning uppgick till EUR 28,0m (81,8m) och i Ukraina minskade intäkterna till EUR 8,5m (28,5). Rensar vi för detta blev den organiska tillväxten 20,6 procent, där snittet från noteringen till slutet av 2019 legat på 14,0 procent. På den positiva sidan, bidrog förvärv med EUR 32,0m.

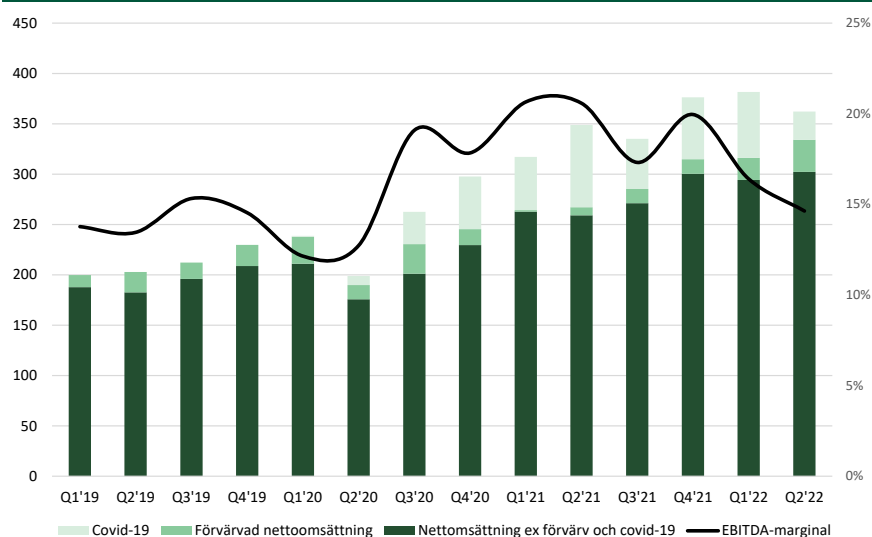
Kostnaderna ökade mer än vi räknat med och det drog ned marginalerna. Det är framför allt personalkostnader inom medicinska tjänster som ökar snabbt. Bolagets expansion och därmed behov av att nyanställa medarbetare, med nya högre löneanspråk, innebär att nya nivåer relativt snabbt får fäste i organisationen. Prisökningar har genomförts för att möta de ökade kostnaderna, men förväntas inte nå full effekt förrän mot slutet av innevarande år.

Avvikelseetabell Q2 2022

	Q2 2022				Q2 2021	
	Utfall	EPB	Diff	Konsensus	Diff	
Nettoomsättning	362,2	346,0	16,2	358,0	4,2	348,9
Kostnader för medicinska tjänster	-284,3	-267,9	-16,4			-245,4
Bruttoresultat	77,9	78,0	-0,1			103,5
Distributions- och marknadsföringskost.	-15,6	-14,5	-1,1			-15,0
Administrationskostnader	-47,1	-48,1	1			-42,3
EBITDA	53,0	51,3	1,7	52,3	0,7	71,8
Rörelseresultat	15,2	15,4	-0,2	14,7	0,5	46,2
Resultat före skatt	4,0	9,5	-5,5			45,4
Skatt	-1,1	-2,4	1,3			-11,9
Nettoresultat	2,9	7,1	-4,2	4,6	-1,7	33,5
EPS (EUR)	0,011	0,046	-0,035			0,203
EBITDA (justerat)	56,2	52,1	4,1	52,6	3,6	74,1
Bruttomarginal	21,5%	22,5%	-1,0%			29,7%
EBITDA-marginal	14,6%	14,8%	-0,2%	14,6%	0,0%	20,6%
EBITDA-marginal (just.)	15,5%	15,1%	0,5%	14,7%	0,8%	21,2%
EBIT-marginal	4,2%	4,5%	-0,3%	4,1%	0,1%	13,2%

Källa: EPB, Bolaget, Infront

Nettoomsättning och EBITDA-marginal per kvartal (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Skuldsättningen har ökat men långa löptider skyddar mot högre räntor

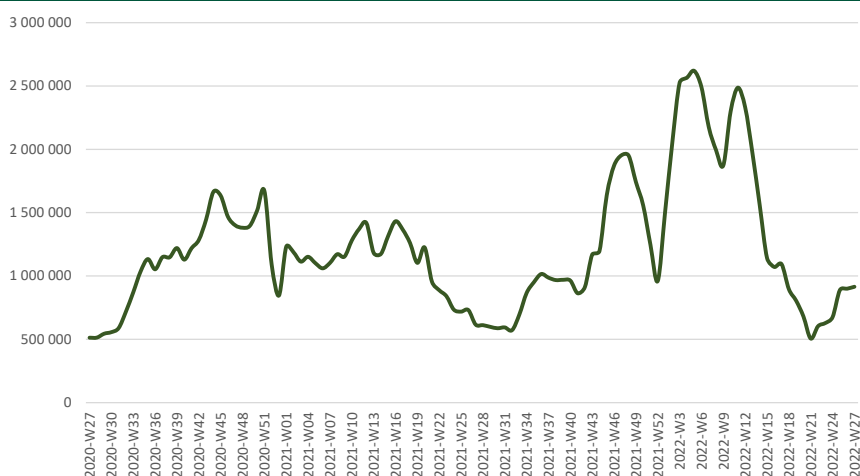
Kassaflödet från den löpande verksamheten i Q2 2022 steg till EUR 27,8m (38,1). Det är framför allt högre kostnader som trycker tillbaka kassaflödet mot samma period i fjol.

Medicover har haft en mycket aktiv investeringsagenda senaste året och hittills i år har bolaget investerat EUR 67,9m i organisk utbyggnad och EUR 144,7m i förvärv, vilket sammantaget är nästan 10 procent av börsvärdet. En väsentlig del har finansierats genom ökad skuldsättning. Per den sista juni uppgick räntebärande skulder till EUR 490,3m (187,3). En väsentlig del av låneskulden ligger på fast räntesats (cirka 60 procent) och påverkas inte direkt av ränterörelser. Vi räknar därför enbart med en viss negativ effekt på räntenettet från den nyligen genomförd höjning av ECB. Nettoskuldsättningen som andel av EBITDAaL (EBITDA med hänsyn till leasing) låg i kvartalet på 1,9x, vilket fortsatt är under det finansiella målet på <3,5x.

Covid-19-testningen påväg uppåt igen

Bolaget indikerar att priserna på covid-19-testning gått ned och att testvolymerna förblivit låga under hela kvartalet, där Tyskland är det enda landet med fortsatt organiserad testning av sina medborgare. Som vi nämnde i förra analysuppdateringen så har vi haft låga förväntningar på covid-19-testning för 2022 och det har gällt framför allt H2 2022. De nya varianterna som kommit senaste tiden är väldigt smittsamma och med det snabbt stigande smittspridning, vilket exempelvis varit synligt i Tyskland. Om nuvarande nivåer håller i sig genom Q3, så kommer testvolymerna hamna något över utfallet i Q2. Vi har mot bakgrund av spridning av de senaste varianterna och sjunkande immunitet i befolkningarna skruvat upp våra förväntningar något och räknar med covid-19-relaterade intäkter om EUR 51,1m under H2 2022, mot tidigare EUR 30,1m.

Rapporterade testvolym per vecka i Tyskland



Källa: European Centre for Disease Prevention and Control

Ukraina överraskade positivt

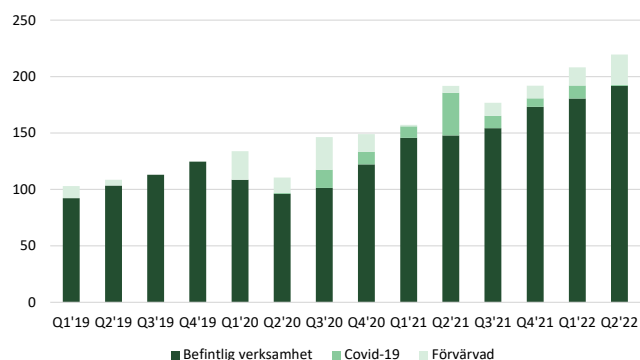
Verksamheten i landet har givetvis drabbats hårt av det ryska angreppet och förstörelsen som följt i spåret av kriget. Framgångarna för Ukraina att bromsa det ryska angreppet har dock gjort det möjligt för Medicover att bedriva viss verksamhet i landet och under Q2'22 uppgick nettoomsättningen till EUR 8,5m, varav EUR 7,0m inom Diagnostic Services. Bolaget indikerar att en stor andel av försäljningen skedde i juni, upp mot 40 procent, vilket bådär gott inför H2. Mot detta ska ställas att den 21 juli devalverades den ukrainska valutan (hryvnia) och den har därefter tappat omkring 20 procent i värde mot euron.

För helåret förväntar vi oss att nettoomsättningen i Ukraina förblir väsentligt lägre än för 2021 och vi fortsätter vara konservativa i våra förväntningar, då vi känner en mycket hög osäkerhet om hur framtiden kommer att utvecklas i landet. I vår prognos räknar vi med en nettoomsättning inom Diagnostic Services under H2 på EUR 16,8m, varav EUR 7,8m i Q3.

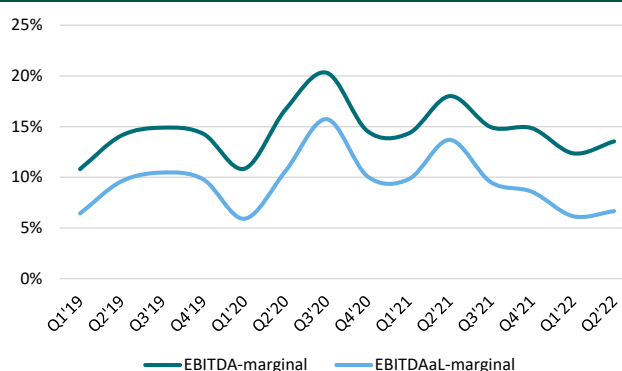
Healthcare Services

Affärsdivisionen utvecklades starkt och nettoomsättningen ökade med 18,2 procent till EUR 219,5m (185,7). Motvinden från lägre omsättning relaterat till covid-19 var påtaglig och intäkterna sjönk till EUR 1,0m (37,9), där fjolårets siffror framför allt kom från Indien som under perioden hade hög smittspridning och sjukhusbeläggning av svåra fall. Kvartalssiffrorna har fått medvind av förvärv som tillförde nettoomsättning om EUR 26,8m. Den organiska tillväxten uppgick till 4,3 procent, men rensat för covid-19 hamnade den på 30,4 procent.

Nettoomsättningen inom Healthcare Services (EURm)



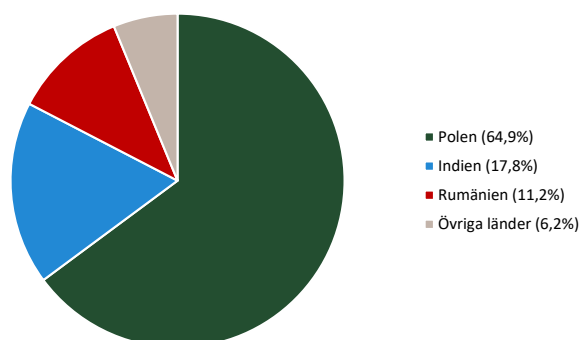
Marginalutveckling inom Healthcare Services



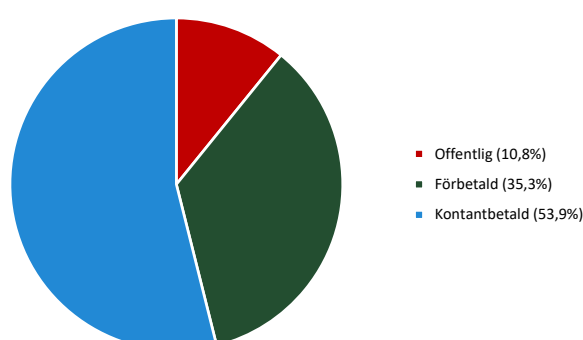
Källa: EPB, Bolaget

Inom divisionen utvecklades den polska verksamheten bäst och omsättningen ökade med 29,8 procent till EUR 144,9m (111,7). Den polska marknaden utgör omkring två tredjedelar av nettoomsättningen inom affärsområdet, men trots det har Medicover endast skrapat på ytan och har någon procent av den totala privata polska hälsovårdsmarknaden. Med det sagt är bolaget starkt inom sin abonnemangsmodell för företag och dess anställda, vilket utgör en språngbräda för att bredda mot andra betalarsegment.

Healthcare Services, största marknaderna (%)

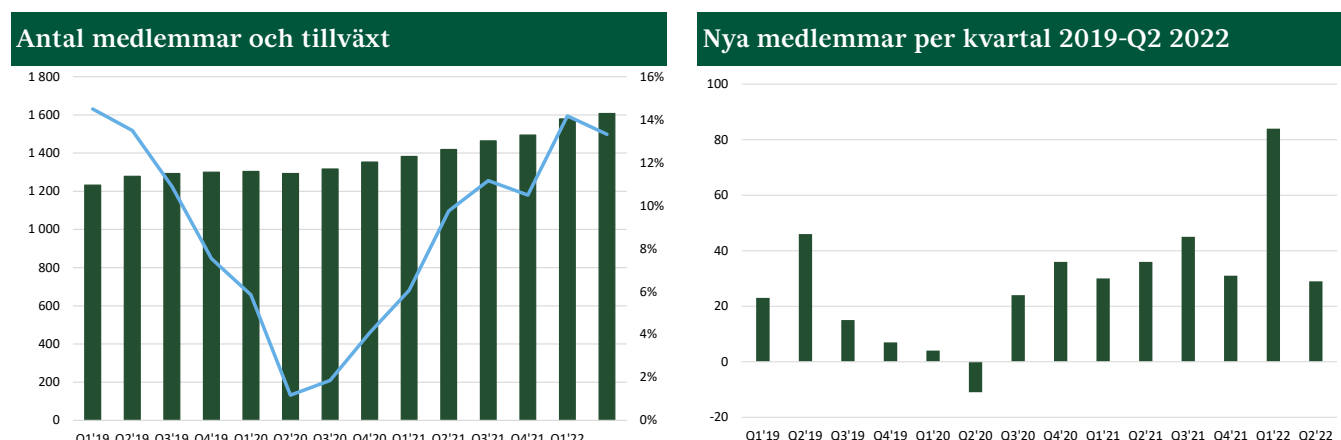


Healthcare Services, betalarsegment



Källa: EPB, Bolaget

Ökningstakten av nya medlemmar inom den integrerade vårdmodellen bromsades in under Q2'22 jämfört med kvartalet före till mer normala nivåer. Antalet medlemmar ökade med 13,3 procent till 1.608.000, en ökning om 29.000.



Källa: EPB, Bolaget

Lönsamheten inom affärsdivisionen gick ned och EBITDA uppgick till EUR 29,7m (33,4) och en marginal på 13,5 procent (18,0). Lönsamheten har huvudsakligen pressats av lägre covid-19-intäkter och löneökningar. Snabbt ökade leasingkostnader innebär att resultatet när det vägs in mer påtaglig sjönk och EBITDAaL för perioden uppgick till EUR 14,6m (25,4).

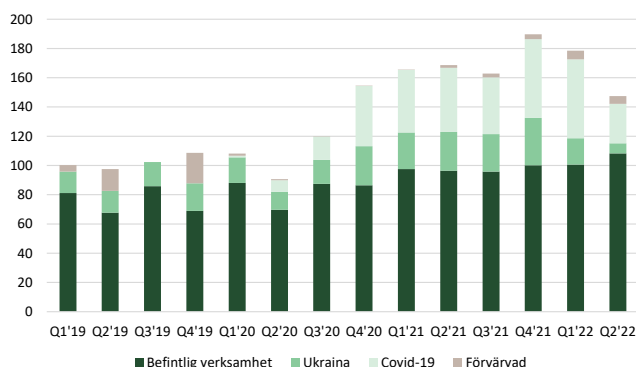
Den expansion som bolaget investerat i under de senaste tolv månaderna har varit särskilt påtaglig inom segmentet och därav de snabbt ökade kostnaderna för leasing. Avskrivningar och ränta på leasingskulder dubblades nästan till EUR 15,1m (8,0). EBITDAaL-marginalen uppgick till 6,7 procent (13,7). Leasing må vara en belastning i kvartalen, men expansionen kommer att driva försäljningstillväxt under många år framåt.

Vi förväntar oss en successiv återhämtning för lönsamheten och marginalerna när kostnadsökningar förs vidare till kund (synligt mot slutet av året) och beläggningsgraden stiger i nyuppsatta enheter.

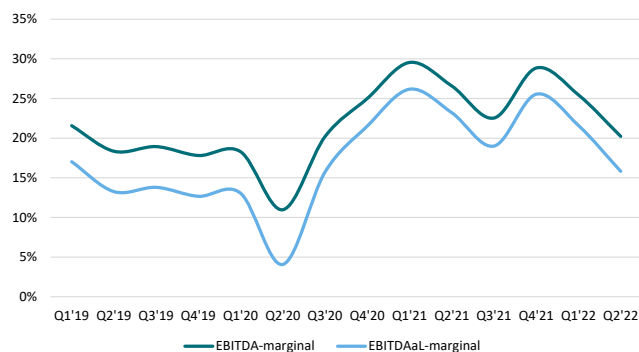
Diagnostic Services

De lägre covid-19-relaterade intäkterna och kriget i Ukraina är särskilt tydliga inom segmentet och nettoomsättningen minskade till EUR 147,4m (168,7), vilket innebar -12,6 procent och organiskt -15,5 procent. Dessa två komponenter bidrog negativt med EUR 36,4m. Rensat för detta låg tillväxten på 4,0 procent.

Nettoomsättning inom Diagnostic Services (EURm)



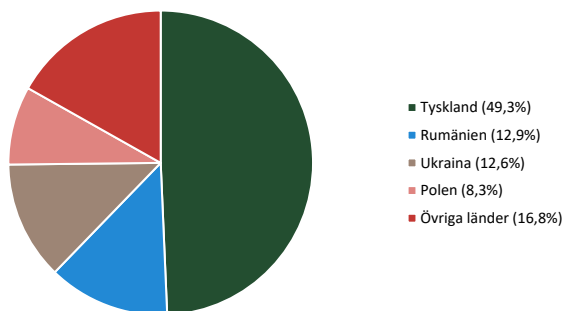
Marginalutveckling inom Diagnostic Services



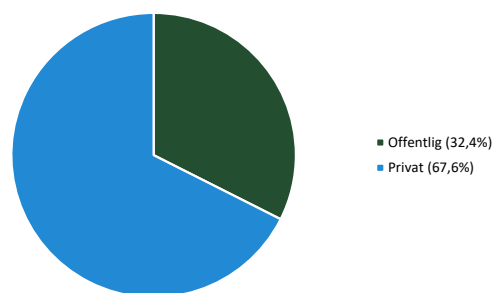
Källa: EPB, Bolaget

Den tyska marknaden är fortsatt störst inom affärsdivisionen, men försäljningen sjönk under kvartalet med 4,6 procent och har påverkats negativt av de lägre testvolymerna. Bästa utvecklades det mer diffusa området övriga länder där verksamheten ökade med 43,0 procent till EUR 28,0m (19,7). Här ingår förvärvad verksamhet som exempelvis NIPD Genetics, men även testverksamhet av covid-19 som är inriktad mot reseindustrin.

Diagnostic Services största marknader (%)



Diagnostic Services betalarsegment (%)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA för Q2 2022 uppgick till EUR 28,9m (43,4) och EBITDA-marginalen uppgick till 19,6 procent (25,7). Vad gäller lönsamheten inkluderat leasing så uppgick EBITDAaL till EUR 22,6m (37,9) och minskade i linje med EBITDA.

Lönsamheten har påverkats av den lägre covid-19-testningen och kriget i Ukraina. Vi bedömer att affärsdivisionen i lägre omfattning än Healthcare Services påverkas av rådande inflationstryck, då den är mindre personalintensiv.

Finansiella prognoser

Rapporten bekräftar en fortsatt stark underliggande efterfrågan av bolagets tjänster, som verkar hålla upp fint trots det ökade kostnadstrycket som tränger undan köpkraft hos konsumenter. Därtill verkar inte kriget i Ukraina påtagligt spilla över på grannländerna Polen och Rumänien, samtidigt som verksamheten i Ukraina överraskar oss positivt.

Vi har justerat upp våra förväntningar på nettoomsättningen och räknar med en starkare utveckling närmaste åren än vår tidigare bedömning. Nedan visas uppdaterade estimat och estimatförändringar. Vi räknar nu med att nettoomsättningen visar tillväxt på 8,7 procent för 2022, 11,7 procent för 2023 och 12,8 procent för 2024. Successivt minskande covid-19-relaterad nettoomsättning är anledning till att vi ser verksamheten växa något långsammare än dess historiska snitt.

Prognosförändringar 2022-2024				
		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Nya	1496,8	1672,5	1887,3
	Tidigare	1449,4	1576,4	1789,7
	Diff	3,3%	6,1%	5,5%
Bruttoresultat	Nya	350,4	412,0	477,5
	Tidigare	345,5	401,8	465,3
	Diff	1,4%	2,5%	2,6%
EBITDA	Nya	241,7	280,6	320,9
	Tidigare	230,0	270,7	312,1
	Diff	5,1%	3,7%	2,8%
EBIT	Nya	83,4	117,6	144,4
	Tidigare	81,9	120,0	149,4
	Diff	1,9%	-2,0%	-3,4%
EPS (EUR)	Nya	0,232	0,382	0,482
	Tidigare	0,284	0,452	0,576
	Diff	-18,2%	-15,5%	-16,3%
EBIT-marginal	Nya	5,6%	7,0%	7,6%
	Tidigare	5,8%	7,6%	8,2%
	Diff	-0,2%	-0,6%	-0,6%
EBITDA-marginal	Nya	16,1%	16,8%	17,0%
	Tidigare	15,1%	16,8%	17,0%
	Diff	1,0%	0,0%	0,0%

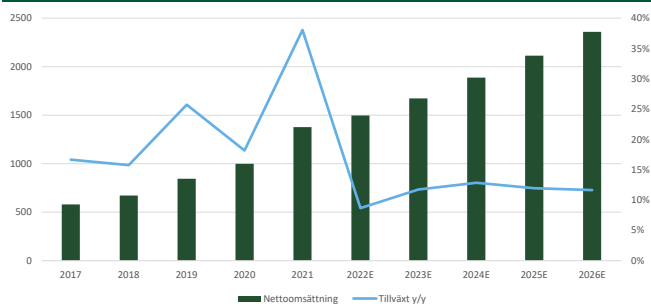
Källa: EPB

Löneinflation och minskad covid-19-testning har vi redan nämnt som negativ påverkan på marginalerna under Q2, men därtill påverkas marginalerna av omfattande investeringar i ny kapacitet. De nya verksamheterna är ännu inte fullt belagda och vi räknar med att det kan ta 18-24 månader för att nå önskvärd beläggningsgrad i nyuppsatt verksamhet.

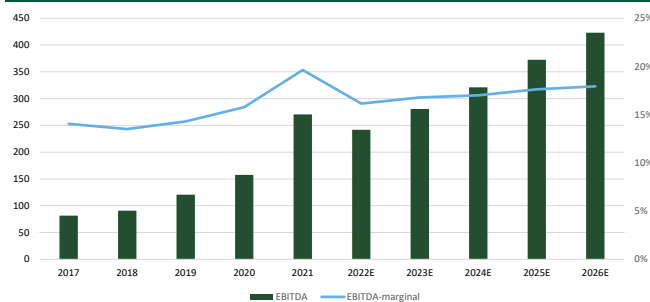
I den kontantbetalda vården (står för cirka 50 procent av nettoomsättningen), så har bolaget bättre möjlighet att relativt snabbt kompensera sig för kostnadsökningar. I den förbetalda företagsfinansierade vården sker det med viss fördröjning och uppges ta 3-9 månader, medan det är svårare att få kompensation vid snabba prisrörelser inom den offentligt finansierad vård (drygt 20 procent).

Vi förväntar oss att få se att marginalerna återhämtas från Q3'22 och att processen fortgår in i 2023. Ledningen menar att inflation i sig inte är ett problem, men att det är svårt att möta accelerationsfasen, då det finns en eftersläpning i prisökningarna.

Prognos nettoomsättning och tillväxt (EUR m, %)

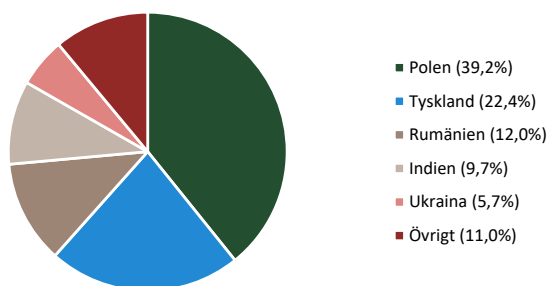


Prognos EBITDA och marginal (EUR m, %)

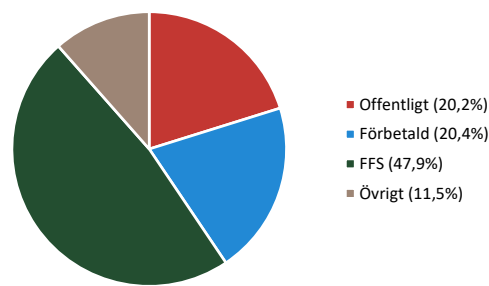


Källa: EPB, Bolaget

Intäktsfördelning största marknaderna (LTM)

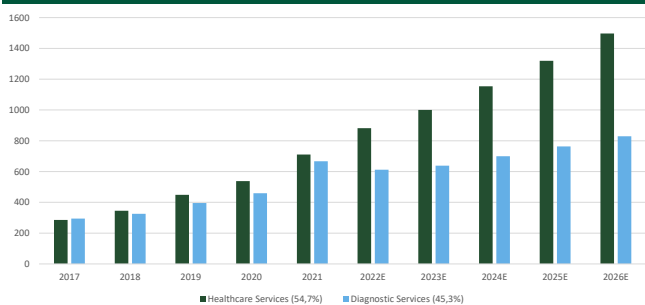


Intäktsfördelning betalarsegment (LTM)

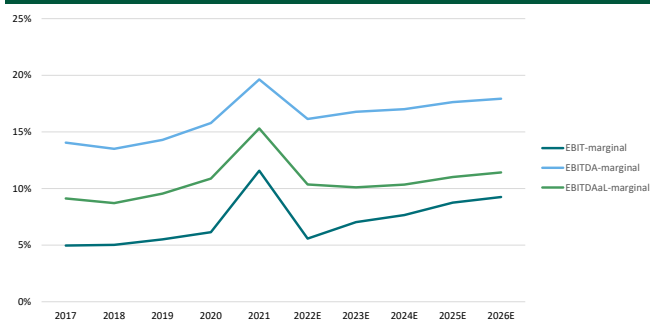


Källa: EPB, Bolaget

Prognos per affärsdivision (EUR m)



Prognos marginaler (%)



Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	580,2	671,6	844,4	997,8	1377,4	1496,8	1672,5	1887,3
Kostnader för medicinska tjänster	-438,2	-507,3	-637,6	-734,3	-982,4	-1146,5	-1260,5	-1409,8
Bruttoresultat	142,0	164,3	206,8	263,5	395,0	350,4	412,0	477,5
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-28,5	-35,2	-45,0	-43,3	-58,1	-63,9	-68,1	-76,4
Administrationskostnader	-84,7	-95,4	-115,3	-158,9	-177,5	-203,1	-226,3	-256,7
Rörelseresultat (EBIT)	28,8	33,7	46,5	61,3	159,4	83,4	117,6	144,4
Övriga intäkter och kostnader	2,9	8,6	1,0	1,5	0,7	-3,3		
Ränteintäkter	0,2	1,4	1,8	0,9	1,0	1,1		
Räntekostnader	-4,9	-9,6	-13,7	-18,1	-20,1	-15,4		
Övriga finansiella intäkter och kostnader	0,8	-0,6	-0,4	-8,4	1,8	0,9		
Summa finansiella poster	-3,9	-8,8	-12,3	-25,6	-17,3	-28,1	-35,1	-41,5
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,2	-1,8	-1,9	0,1	1,0	0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	28,0	31,7	33,3	37,3	143,8	52,1	82,5	102,9
Skatt	-7,8	-7,5	-8,6	-10,0	-37,2	-14,3	-21,9	-26,7
Nettoresultat	20,2	24,2	24,7	27,3	106,6	37,8	60,6	76,1

Resultatprognoser per kvartal (EUR m)

	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22E	Q4'22E
Nettoomsättning	348,9	335,0	376,3	381,7	362,2	361,5	391,4
Kostnader för medicinska tjänster	-245,4	-249,4	-267,1	-287,9	-284,3	-278,4	-295,9
Bruttoresultat	103,5	85,6	109,2	93,8	77,9	83,1	95,5
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-15,0	-12,9	-16,3	-15,9	-15,6	-15,5	-16,8
Administrationskostnader	-42,3	-42,7	-51,3	-55,4	-47,1	-47,7	-52,8
Rörelseresultat (EBIT)	46,2	30,0	41,6	22,5	15,2	19,9	25,8
Övriga intäkter och kostnader	0,2	0,7	-0,1	1,3	-4,6	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-1,3	-6,6	-4,1	-6,7	-6,7	-6,9	-7,8
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	45,4	24,4	37,5	17,1	4,0	13,0	18,0
Skatt	-11,9	-6,0	-9,1	-4,8	-1,1	-3,5	-4,9
Nettoresultat	33,5	18,4	28,4	12,3	2,9	9,5	13,1

Balansräkning (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	126,8	150,1	293,1	289,2	371,7	480,4	531,9	583,2
Övriga immateriella tillgångar	36,4	50,8	74,6	64,6	75,1	127,0	116,4	105,7
Nyttjanderättstillgångar	110,3	117,0	166,0	180,4	327,4	402,0	498,4	560,5
Summa Immateriella anläggningstillgångar	273,5	317,9	533,7	534,2	774,2	1009,4	1146,6	1249,4
Materiella anläggningstillgångar	147,8	164,4	252,7	257,9	319,3	384,0	418,1	453,0
Summa Materiella anläggningstillgångar	147,8	164,4	252,7	257,9	319,3	384,0	418,1	453,0
Finansiella anläggningstillgångar	31,9	57,3	17,3	29,6	39,2	30,2	34,0	39,5
Summa Finansiella anläggningstillgångar	31,9	57,3	17,3	29,6	39,2	30,2	34,0	39,5
Varulager	30,7	30,3	37,1	53,0	72,0	68,9	76,9	86,8
Kundfordringar	82,3	92,3	142,3	149,4	201,7	220,0	242,5	272,7
Övriga fordringar	2,1	27,8	1,6	0,0	3,1	3,2	0,0	0,0
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	40,1	192,9	48,2	0,0	0,0
Kassa o bank	45,4	38,4	34,8	46,7	81,9	62,8	52,4	53,8
Summa omsättningstillgångar	160,5	188,8	215,8	289,2	551,6	403,1	371,9	413,3
SUMMA TILLGÅNGAR	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1684,3	1826,7	1970,6	2155,2
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	299,8	317,5	359,7	483,5	562,1	557,6	593,6	638,9
Uppskjuten skatteskuld	22,8	23,7	27,5	30,0	35,3	41,0	41,5	42,1
Räntebärande skuld	52,5	126,4	163,8	152,8	375,3	380,0	380,0	397,0
Leasingskulder	85,6	96,4	142,0	165,1	299,8	365,0	468,3	528,5
Övriga långfristiga skulder	28,7	34,5	44,8	51,2	86,8	81,6	83,6	100,5
Summa Långfristiga skulder	189,6	281,0	378,1	399,1	797,2	867,6	973,4	1068,1
Leverantörsskulder	66,3	77,9	114,6	149,4	182,4	188,6	214,1	241,6
Konvertibellån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kort skuldsättning (räntebärande)	3,7	4,9	111,5	15,1	42,9	85,0	60,9	62,0
Kort leasingskuld	30,3	29,0	34,2	34,4	46,1	58,0	62,0	67,4
Aktuell skatteskuld	6,8	4,2	4,8	7,8	28,8	29,5	29,8	30,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	17,2	13,9	16,6	21,6	24,8	40,4	36,8	47,2
Summa Kortfristiga skulder	124,3	129,9	281,7	228,3	325,0	401,5	403,6	448,2
Summa Eget Kapital och skulder	613,7	728,4	1019,5	1110,9	1684,3	1826,7	1970,6	2155,2

Källa: EPB, Bolaget

Kassaflödesanalys (EUR m)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde före förändring av rörelsekapital	83,3	94,4	124,4	167,7	275,9	249,4	289,7	331,2
Summa förändring av rörelsekapital	0,5	-8,1	-23,5	-0,7	-40,9	-18,2	-5,2	-17,0
Betald skatt	-7,1	-11,9	-13,5	-11,0	-18,3	-25,3	-26,0	-26,7
Kassaflöde från den löpande verksamheten	76,7	74,4	87,3	156,0	216,7	206,0	258,5	287,5
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-53,5	-116,1	-141,8	-126,3	-333,6	-163,5	-168,9	-185,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	4,9	34,6	48,8	-14,1	174,5	-43,4	-76,3	-71,5
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-17,8	-23,7	-29,7
Periodens kassaflöde	28,1	-7,1	-5,7	15,6	47,2	-18,7	-10,4	1,4

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	16,7%	15,8%	25,7%	18,2%	38,0%	8,7%	11,7%	12,8%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	23,4%	24,6%	25,3%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	16,1%	16,8%	17,0%
EBITDAaL-marginal	9,1%	8,7%	9,5%	10,9%	15,3%	10,4%	10,1%	10,3%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	5,6%	7,0%	7,6%
Skattesats	-27,9%	-23,7%	-25,8%	-26,8%	-25,9%	-27,4%	-26,5%	-26,0%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	6,3%	2,1%	3,1%	3,5%
ROE	6,7%	7,6%	6,9%	5,6%	19,0%	6,8%	10,2%	11,9%
ROIC	5,7%	5,4%	3,9%	4,2%	11,9%	5,4%	8,2%	9,6%
ROCE	8,1%	7,5%	7,3%	9,4%	16,3%	8,2%	11,4%	13,2%

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,152	0,167	0,168	0,182	0,686	0,232	0,382	0,482
Utdelning per aktie				0,070	0,120	0,160	0,200	0,250
EK per aktie	2,25	2,38	2,70	3,26	3,70	3,67	3,91	4,21
Antal aktier efter utspädning	135,7	135,7	135,7	150,7	151,9	151,9	151,9	151,9

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	39,5	39,0	63,7	88,8	21,1	62,3	37,9	30,0
P/EK	2,8	3,0	4,4	5,0	3,9	3,9	3,7	3,4
Direktavkastning				0,5%	0,8%	1,1%	1,4%	1,7%
EV/S*	1,7	1,8	2,2	2,7	4,3	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA*	12,2	13,0	15,1	17,4	21,7	12,3	11,1	10,0
EV/EBITDAaL*	18,9	20,2	22,6	25,2	27,9	19,2	18,4	16,4
EV/EBIT*	34,6	35,1	39,2	44,6	36,9	35,6	26,5	22,1
Aktiekurs (SEK)	63	73,3	108,6	164,0	370,0	150,9	150,9	150,9
EV (EUR m)*, årets slut	998	1 182	1 825	2 733	5 874	2 973	3 115	3 197

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

Källa: EPB, Bolaget

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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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