


## Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 15 november 2022

## Dags att lyfta blicken

Verksamheten har fortsatt att utvecklas bra och bolaget uppvisade en tillväxt på 10 procent under det tredje kvartalet, trots väsentligt negativ påverkan från kriget i Ukraina och lägre covid-19-testvolymen om nästan EUR 50 m (ca 14 procent av omsättningen). Kostnadstrycket har fortsatt vara högt, med accelererande inflation genom perioden, vilket höll ned lönsamheten och satte press på marginalerna. Vi får dock intrycket av att det än så länge inte är svårt att få igenom prishöjningar, men eftersläpningen innebär att det dröjer innan vi får se effekterna.

Eftersläpningen att kompensera för stigande löner är anledningen till att vi har dragit ned våra förväntningar något. Förväntade prishöjningar i oktober och tecken på en inbromsning i inflationstakten gör oss dock optimistiska att vi kan ha passerat botten för marginalerna. I övrigt ger rapporten stöd för fortsatt god underliggande efterfrågan av bolagets tjänster. Därtill räknar vi med att få se fortsatt avkastning från de omfattande investeringar som gjorts under de senaste 24 månader och bidra till att förstärka tillväxten.

Innevarande år har bjudit på flera utmaningar, men bolaget har trots det lyckas upprätthålla en bra tillväxt och de finansiella målen ser ut att hålla. Från och med nästa år ser vi goda möjligheter att tillväxten förstärks och att marginalerna påtagligt förbättras, vilket vi bedömer är gynnsamt för aktien, som handlas med en tydlig rabatt mot sitt fundamentala värde och peers. Vårt uppdaterade motiverade värde sätts till 215-220 kr (225-230)

Estimatändring (€)					Prognos (m€)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	215 - 220 kr
EBITDA, just.	233	-3,8	277	-5,7	Totala intäkter	1 377	1 506	1 657	1 875	Aktiekurs	159 kr
EBITDAaL, just.	133	-7,1	161	-5,0	Intäktstillväxt	38%	9%	10%	13%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	0,2	-37,2	0,3	-35,5	EBITDA, just.	281	233	277	330	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser					EBIT, just.	170	74	105	142		
Q4 - rapport	17 februari 2023				EPS, just.	0,8	0,2	0,3	0,4		
Q1 - rapport	27 april 2023				EPS-tillväxt	>100%	N.m.	>100%	43%		
Bolagsfakta (m€)					EK/aktie	3,7	3,4	3,5	3,8		
					Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,3		
Antal aktier	148m				EBIT-marginal	11,6%	3,9%	5,5%	6,8%		
Börsvärde	2 171				ROE, just.	21,4%	4,9%	8,6%	10,9%		
Nettoskuld	819				ROCE, just.	15,6%	5,3%	7,0%	8,7%		
EV	2 991				EV/Sales	4,2x	2,0x	1,9x	1,7x		
Free float	39%				EV/EBITDA	20,8x	12,8x	11,2x	9,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	104k				EV/EBIT	34,4x	40,6x	29,6x	22,3x		
Bloomberg Ticker	MCOVB SS EQUITY				P/E, just.	47,7x	82,1x	47,4x	35,7x		
Analytiker					P/EK	9,7x	4,3x	4,1x	3,9x		
					Direktavkastning	0,3%	1,1%	1,4%	1,7%		
					FCF yield	-	2%	3%	5%		
					Nettoskuld/EBITDA	1,8x	3,8x	3,6x	3,2x		
					Intressekonflikter						
						Yes	No				
					Likviditetsgarant				✓		
					Certified adviser				✓		
					Transaktioner 12m				✓		
Klas Palin											
klas.palin@penser.se											

## Investment case

Medicover har en imponerande historik av att växa sin verksamhet (~16% CAGR senaste tio åren) och vi ser i nuläget inget som hindrar denna resa från att fortsätta under lång tid framöver. Det som driver verksamheten är en globalt tydlig trend av ökad andel äldre i befolkningarna och med det ett ökat behov av hälsovårdstjänster. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården i Östeuropa och Indien, där bolaget agerar, är underutbyggd och underfinansierad, vilket skapar efterfrågan av privat sjukvård. Dessa marknader har uppvisat och uppvisar en god ekonomisk utveckling som är högre än för de mer mogna ekonomierna i västra Europa och USA. Det finns en snabbt växande medelklass i dessa länder som efterfrågar bättre tillgång till kvalitativ hälsovård, där privata aktörer fyller en viktig samhällsfunktion. Medicover är en ledande aktör på sina marknader och vi ser tydliga inträdesbarriärer för nya spelare.

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 den växande efterfrågan som finns av bolagets tjänster, vilket inte återspeglas i aktiekursen (158,6 kr). Riskerna i verksamheten är relativt låga, där efterfrågan av hälsovårdstjänster generellt visats vara motståndskraftigt mot svängningar i ekonomier och därtill har bolaget en fin historik av att hantera kriser.

## 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 till cirka EUR 1,5 md med ett EBITDA om EUR 240 m. Bolaget är uppdelat i två affärsdivisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services, som tillsammans anställer 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 använder vi ett terminalvärde om 3 procent. De framtida kassaflödena diskonteras med en WACC på 8,4 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 208 kr (219) per aktie, se nedan.

Den svaga aktiemarknaden under 2022 har inneburit en förändring i synen på hur framtida vinster ska värderas. Flertalet jämförbara bolag till Medicover har tappat i värde och med det en har vi sett en multipelkontraktion. I vår multipelvärdering använder vi ett snittvärde av EV/S om 2,5x (tidigare 2,9x) och EV/EBITDA på 13,0x (tidigare 13,5x), där en sammanvägning ger ett värde på Medicover om 226 kr (243).

Utifrån vår DCF- och multipelvärderingen så sätter vi vårt motiverade värde till 215-220 kr (225-230).

Nedan visas vår DCF-värdering och en känslighetsanalys vid olika antaganden om WACC och långsiktig tillväxttakt. Bolagets exponering mot länder med en historiskt hög tillväxt och en underutbyggd sjukvårds- och diagnostikmarknad, vilka vi förväntar oss kommer att uppvisa en stark tillväxt under decennier framåt, är anledningen till att vi använder oss av ett terminalvärde på 3 procent.

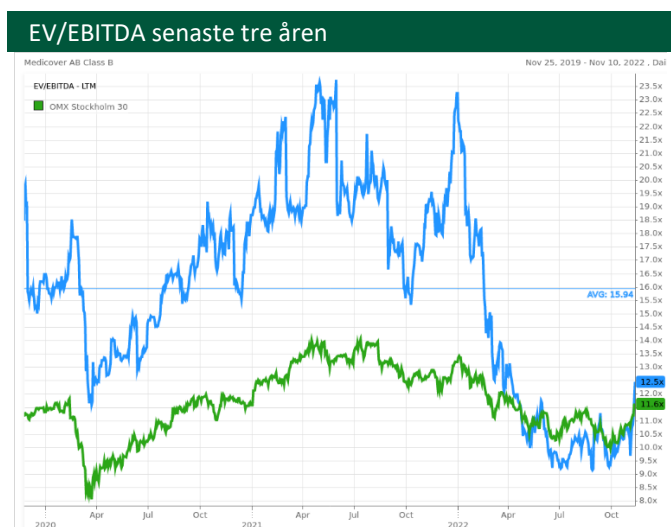
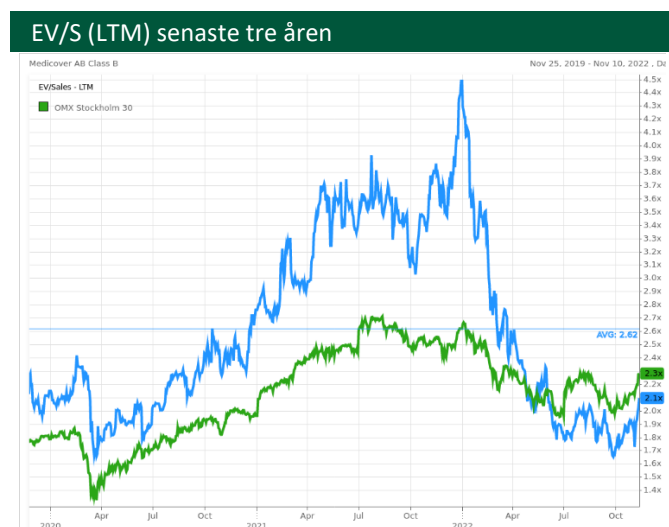
DCF-värdering			
Risikfri ränta	2,5%	Räntekostnad	2,5%
Beta koefficient	1,2	Skattesats	26%
Risikopremie	5,5%	Skulder/(skulder + eget kapital)	10%
<b>Cost of equity</b>	<b>9,2%</b>	<b>WACC</b>	<b>8,4%</b>
<b>DCF-fördelning</b>			
	<b>EUR m</b>		<b>Per aktie Euro</b>
DCF 2022-2026	338,7		23,94
DCF 2027-2031	732,2		51,76
Terminalvärde	2688,0		190,01
Kassa	82,8		5,85
Räntebärande skulder	-901,7		-63,74
<b>Summa</b>	<b>2940,0</b>		<b>207,8</b>
CAGR 2022-2026	11,4%		
CAGR 2027-2031	8,7%		
Terminal tillväxt	3,0%		
EBITDA-marginal 2022-2026	16,6%		
EBITDA-marginal 2027-2031	18,0%		
Terminal EBITDA-marginal	17,5%		

Källa: EPB

Känslighetsanalys DCF-värdering						
		Långsiktig tillväxttakt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,0%	189	207	228	254	287
	8,2%	181	198	218	242	272
	8,4%	174	189	<b>208</b>	230	258
	8,6%	166	180	198	218	244
	8,8%	159	172	188	206	229

Källa: EPB

Börsens syn på hur de framtida vinsterna för Medcover ska värderas har skiftet kraftigt under det senaste året. Aktien handlas i dagsläget med en tydlig rabatt mot hur den handlats historiskt vid multipelvärdering (baseras på utvecklingen under de senaste tre åren) och i nivå med OMX Stockholm 30-index, se grafer nedan.



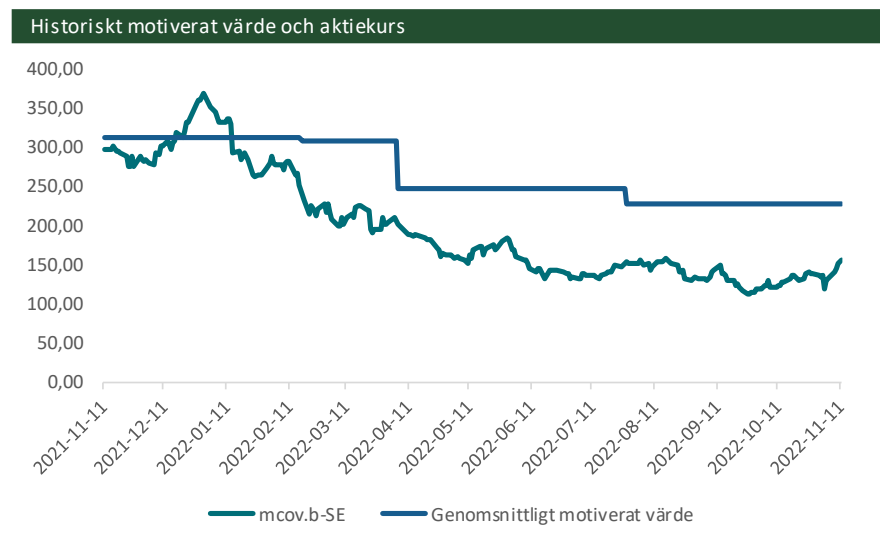
Nedan har vi sammanställt en lista över jämförbara bolag och hur de värderas utifrån multiplar för 2022 till 2024 för EV/S och EV/EBITDA.

Värdering av jämförbara bolag							
	EV	EV / Sales			EV / EBITDA		
	(EUR)	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Apollo Hospitals	7 985	4,0x	3,4x	2,9x	29,9x	23,2x	19,5x
Fortis Healthcare	2 756	3,6x	3,3x	2,9x	20,5x	17,6x	14,9x
IHH Healthcare	13 402	3,6x	3,4x	3,2x	15,0x	14,1x	13,0x
Med Life	619	2,0x	2,0x		12,2x	9,7x	
Ramsay Healthcare	16 527	1,8x	1,7x	1,6x	13,8x	12,1x	10,5x
Sonic Healthcare	12 024	2,0x	2,3x	2,3x	6,5x	9,8x	10,1x
Synlab	4 294	1,3x	1,5x	1,4x	5,4x	7,3x	6,7x
<b>Medel</b>		<b>2,6x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,4x</b>	<b>14,8x</b>	<b>13,4x</b>	<b>12,5x</b>
<b>Median</b>		<b>2,0x</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,6x</b>	<b>13,8x</b>	<b>12,1x</b>	<b>11,7x</b>
<b>Medicover (EPB)</b>	2991	2,0x	1,9x	1,7x	12,8x	11,2x	9,6x

Källa: FactSet, EPB

Apollo Hospitals och Fortis Healthcare är verksamma på den indiska marknaden och handlas till avsevärt högre multiplar än exempelvis diagnostik service-bolagen Sonic Healthcare och Synlab. Det är framför allt olika förväntningar på tillväxten som vi bedömer ligger bakom den stora skillnaden. Utifrån bolagets stora framsteg på den indiska marknaden och en tydlig tillväxtprofil, så anser vi att det finns fog för att Medicover ska handlas till en premie mot sina närmaste peers. Tabellen indikerar i stället att Medicover handlas med en rabatt och att den stabila tillväxten och goda vinstutvecklingen därmed inte får det genomslag i värderingen som förtjänas.

Nedan visas hur aktien handlats mot vårt värderingsintervall. Som högst handlades aktien med en premie på 20 procent mot vårt motiverade värde, men som nu i stället bytts mot en rabatt på nästan 35 procent.



Källa: EPB, Factset

## Bra tillväxt, men marginaler under press

Det tredje kvartalet karaktäriserades av bra underliggande efterfrågan och nettoomsättningen ökade med 10,0 procent och slog därmed våra förväntningar, trots alla de utmaningar som bolaget stöter på med krig i Ukraina och väsentligt lägre volymer av covid-19-testning jämfört med fjolåret. Dessa två poster gav en negativ effekt och lägre nettoomsättning om EUR 49,6 m jämfört med Q3'21. Rensat för dessa så hamnade den organiska tillväxten på 19,8 procent. Bolaget har även haft ett ambitiöst investeringsprogram senaste året och förvärv bidrog med EUR 28,4 m i nettoomsättning under kvartalet.

Den främsta utmaningen för stunden handlar om inflationen som framför allt drivit upp lönerna och därmed sätter press på marginalerna. Utöver inflationen så hålls marginalerna tillbaka av omfattande investeringar i ny kapacitet som gjorts under det senaste året. Denna verksamhet har ännu inte nått fullt kapacitetsutnyttjande, men ger förutsättningar för att driva en stark tillväxt under många år framåt.

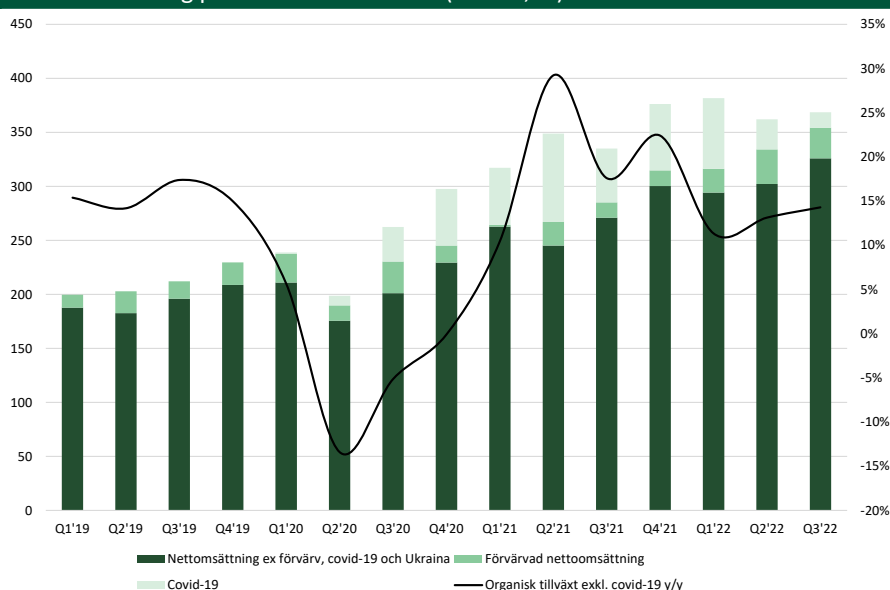
Bruttomarginalen försämrades med 3,5 procentenheter och på EBIT-nivå var marginalförsvagningen 6,5 procentenheter. Med en inflationstakt som kan komma ned från nuvarande höga nivåer, uppräknings av indexerade kontrakt i oktober och succesivt ökad beläggning i nya enheter, så ser vi möjligheter för att botten för marginalerna kan ha passerats.

Avvikelseetabell Q3 2022 (EUR m)

	Q3 2022			Q3 2021
	Utfall	EPB	Diff	
Nettoomsättning	368,6	345,8	22,8	335,0
Kostnader för medicinska tjänster	-287,0	-273,2	-13,8	-249,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>81,6</b>	<b>72,6</b>	<b>9,0</b>	<b>85,6</b>
Distributions- och marknadsföringskost.	-16,8	-14,9	-1,9	-12,9
Administrationskostnader	-55,7	-45,7	-10,0	-42,7
<b>EBITDA</b>	<b>48,8</b>	<b>50,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>58,0</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>9,1</b>	<b>12,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>30,0</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>-9,7</b>	<b>24,4</b>
Skatt	0,8	-1,5	2,3	-6,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>18,4</b>
<b>EPS (EUR)</b>	<b>-0,024</b>	<b>0,020</b>	<b>-0,044</b>	<b>0,123</b>
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>52,8</b>	<b>53,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>60,7</b>
Bruttomarginal	22,1%	21,0%	1,1%	25,6%
EBITDA-marginal	13,2%	14,6%	-1,4%	17,3%
EBITDA-marginal (just.)	14,3%	15,4%	-1,0%	18,1%
EBIT-marginal	2,5%	3,5%	-1,0%	9,0%

Källa: EPB, Bolaget

Nettoomsättning per kvartal 2019-2022 (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

## Stabila kassaflöden

Bolaget uppvisade ett kassaflöde från den löpande verksamheten på EUR 51,0 m (55,8), i nivå med EBITDA. Över tid har bolaget uppvisat en bra korrelation mellan EBITDA och kassaflödet från den löpande verksamheten.

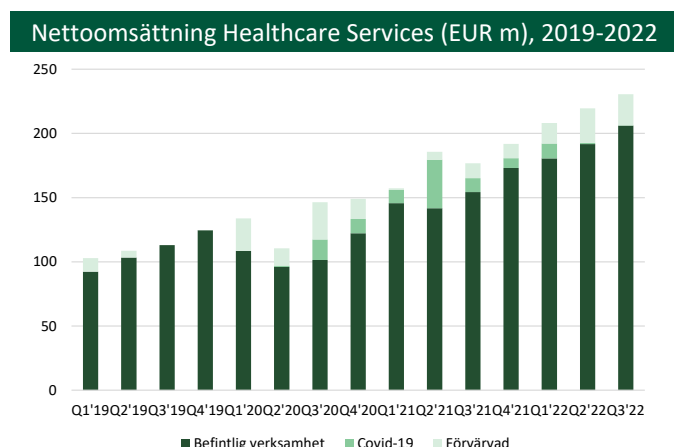
Som vi redan nämnt kommer bolaget från en period med hög aktivitet i investeringar som varit inriktade mot organisk tillväxt, såväl som förvärvsdriven. Hittills i år har bolaget investerat EUR 248,9 m i tillväxt, varav cirka EUR 55,0 m i det tredje kvartalet. Detta är historiskt höga nivåer som innebär snabbt uppbyggd och utökad kapacitet.

En del av tillväxten har finansierats via ökad skuldsättning och vid utgången av tredje kvartalet uppgick bolagets räntebärande skulder till EUR 488,5 m (217,1). Bolagets skulder har en genomsnittlig löptid om 5,1 år och en implicit räntekostnad på 2,4 procent under perioden. Merparten av skulderna löper till fast ränta, varför ränteuppgångar får en begränsad påverkan.

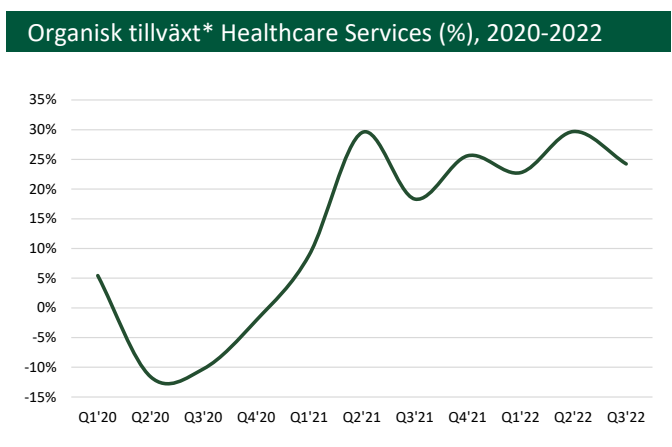
Nettoskuldssättningen som andel av EBITDAaL låg i slutet av det tredje kvartalet på 2,3x, vilket ger en marginal mot bolagets finansiella mål på <3,5x.

## Healthcare Services

Under det tredje kvartalet utvecklades Healthcare Services starkt och nettoomsättningen ökade med 30,4 procent, varav organiskt 18,3 procent. Rensat för covid-19-testning uppgick den organiska tillväxten till imponerande 25 procent.



Källa: Bolaget, EPB

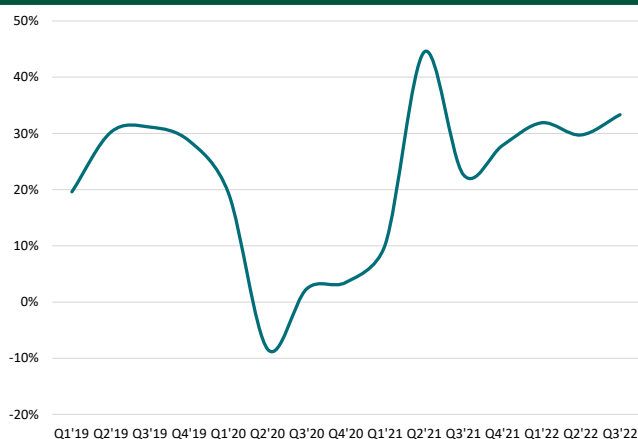


Källa: Bolaget, EPB

\*exklusive covid-19-testning

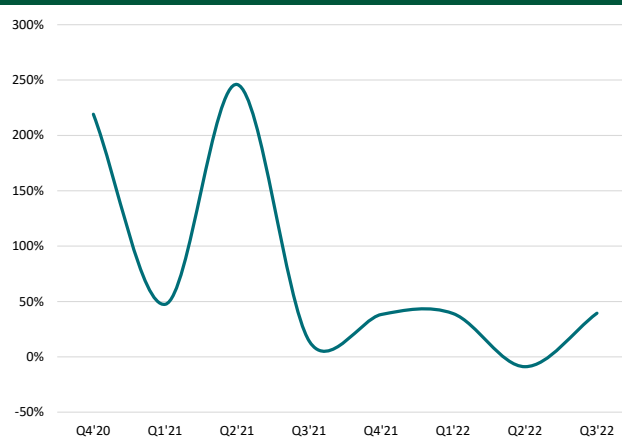
Polen är fortsatt den enskilt största marknaden och den stod för 65 procent av affärsdivisionens nettoomsättning under det tredje kvartalet. Det hindrar dock inte verksamheten i landet från att växa och tillväxten y/y uppgick till 33,3 procent. Utöver Polen så var utvecklingen stark i Indien, där försäljningen steg med 39,4 procent. Bolaget fortsätter expandera snabbt i Indien med nytt sjukhus i Navi Mumbai och ytterligare ett väntas adderas under innevarande kvartal. Den snabba expansionen gör att Medicover är på väg att bli en betydande spelare i landet.

Tillväxt i Polen (%), 2019-2022



Källa: EPB, Bolaget

Tillväxt i Indien (%), 2020-2022



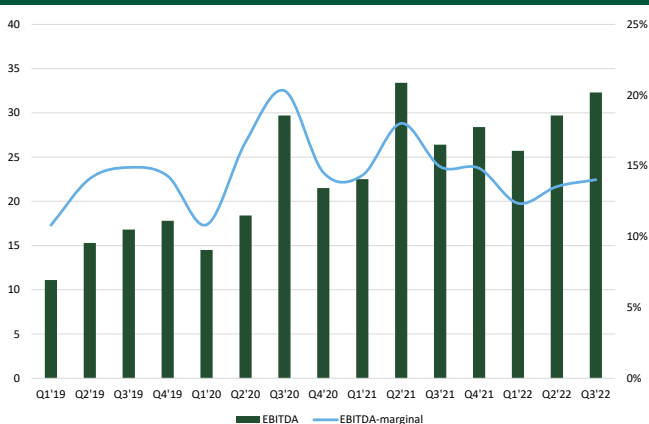
Källa: EPB, Bolaget

Vi såg en svag utveckling i Rumänien där nettoomsättningen ökade med mer blygsamma 13,4 procent. Bolaget har gjort förvärv och därtill väntas ett helt nytt sjukhus i Bukarest öppna mot slutet av Q1 2023, som kommer kunna stärka erbjudandet mot patienter.

Bolagets abonnemangsmodell uppvisade stabil tillväxt och antalet medlemmar ökade med 12,6 procent till 1,6 miljoner, vilket innebär att 40 tusen nya medlemmar kom till under kvartalet. Senaste tolv månaderna har basen utökats med 184 tusen medlemmar. Polen är fortsatt klart störst, men med ökad närvaro i Rumänien bör det finnas goda möjligheter att expandera på den marknaden, som ligger några år efter i utveckling jämfört med Polen, enligt vår bedömning.

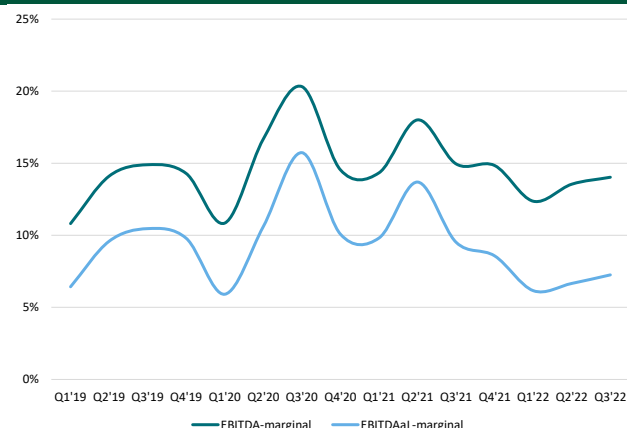
Trots löneinflationen så såg vi en positiv utveckling i lönsamheten och med prishöjningar som kommer in under oktober i år, så ser vi goda möjligheter för bättre marginaler framöver. EBITDA uppgick till EUR 32,3 m (26,4), vilket innebär en marginal på 14,0 procent (14,9). Lönsamheten inkluderat leasing, EBITDAaL uppgick till EUR 16,7 m (16,8) och marginalen var 7,3 procent (9,5).

Lönsamhet EBITDA och EBITDA-marginal (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Marginalutveckling 2019-2022



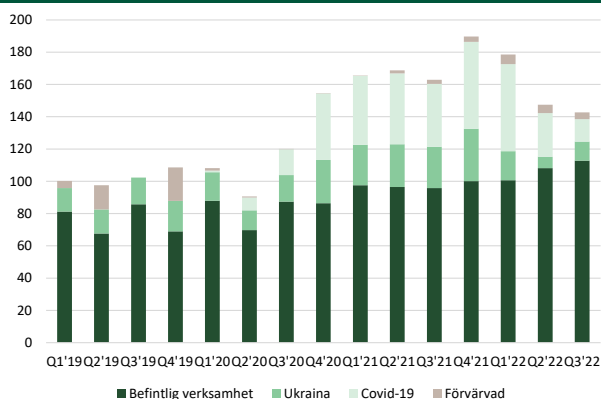
Källa: EPB, Bolaget

Vi upprepar vår syn om att vi förväntar oss en successiv återhämtning för lönsamheten och marginalerna i takt med att kostnadsökningar förs vidare mot slutkund och beläggningsgraden i nya enheter förbättras.

## Diagnostic Services

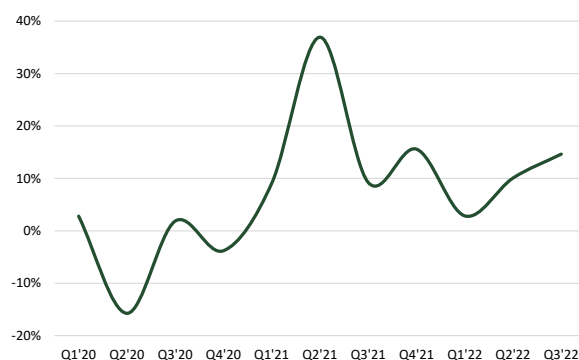
Lägre testning av covid-19 och kriget i Ukraina slog kraftigt mot nettoomsättningen under Q3'22 med en negativ påverkan om EUR 38,8 m. Nettoomsättningen uppgick till EUR 138,2 m (158,4), en minskning med -12,8 procent. När vi rensar för detta får vi en tillväxt på 14,6 procent.

Nettoomsättning Diagnostic Services (EUR m), 2019-2022



Källa: EPB, Bolaget

Organisk tillväxt\* Diagnostic Services (%), 2020-2022



Källa: EPB, Bolaget

\*exklusive Ukraina och Covid-19-testning

Lägre covid-19-testning och kriget i Ukraina är de främsta förklaringarna bakom att lönsamheten försvagades och EBITDA uppgick till EUR 22,6 m (35,7) och marginalen hamnade på 16,4 procent (22,5). EBITDAaL (inkluderat leasingkostnader) minskade till EUR 16,3 m (30,1) och marginalen till 11,8 procent (19,0).

Lönsamhet EBITDA och EBITDA-marginal (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Marginalutveckling 2019-2022



Källa: EPB, Bolaget

Tyskland fortsätter att vara den största marknaden inom divisionen och nettoomsättningen uppgick till EUR 70,8 m (69,9).



## Uppdaterade prognoser

Vi förväntar oss att Medcover fortsätter visa stark tillväxt närmaste åren. Anledning till att vi justerat ned våra förväntningar på nettoomsättningen är främst att vi nu räknar med lägre covid-19-relaterade intäkter jämfört med tidigare. För 2023 räknar vi med EUR 39,1 m mot tidigare EUR 87,2 m. För marginalerna har vi blivit lite mer försiktiga, då den accelererande fasen för inflationen hållit i sig något längre än vår tidigare bedömning, och att det därför kan dröja in i H1 2023 innan det kan kompenseras mot kund.

Prognosförändringar (EUR m, %), 2022-2024		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Nya	1505,6	1657,1	1875,4
	Tidigare	1470,6	1672,6	1887,3
	Diff	2,4%	-0,9%	-0,6%
Bruttoresultat	Nya	341,0	398,8	467,0
	Tidigare	333,8	412,0	477,5
	Diff	2,1%	-3,2%	-2,2%
EBITDA	Nya	218,0	263,3	315,1
	Tidigare	228,7	281,4	320,9
	Diff	-4,7%	-6,4%	-1,8%
EBIT	Nya	58,6	91,4	127,5
	Tidigare	71,5	117,6	144,4
	Diff	-18,0%	-22,2%	-11,7%
EPS (EUR)	Nya	0,076	0,217	0,311
	Tidigare	0,176	0,382	0,482
	Diff	-56,6%	-43,1%	-35,4%
EBIT-marginal	Nya	3,9%	5,5%	6,8%
	Tidigare	4,9%	7,0%	7,7%
	Diff	-1,0%	-1,5%	-0,9%
EBITDA-marginal	Nya	14,5%	15,9%	16,8%
	Tidigare	15,5%	16,8%	17,0%
	Diff	-1,0%	-0,9%	-0,2%

Källa: EPB

Nedan följer våra uppdaterade estimat per kvartal 2021-2023.

Kvartalsprognoser 2021-2023 (EUR m)											
	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22E	Q1'23E	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	348,9	335,0	376,3	381,7	362,2	368,6	393,1	401,3	410,2	413,9	431,7
Kostnader för medicinska tjänster	-245,4	-249,4	-267,1	-287,9	-284,3	-287,0	-305,5	-305,8	-315,9	-312,5	-324,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>103,5</b>	<b>85,6</b>	<b>109,2</b>	<b>93,8</b>	<b>77,9</b>	<b>81,6</b>	<b>87,7</b>	<b>95,5</b>	<b>94,3</b>	<b>101,4</b>	<b>107,5</b>
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-15,0	-12,9	-16,3	-15,9	-15,6	-16,8	-18,5	-18,1	-18,0	-17,4	-18,6
Administrationskostnader	-42,3	-42,7	-51,3	-55,4	-47,1	-55,7	-57,4	-57,4	-58,7	-58,8	-60,4
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>46,2</b>	<b>30,0</b>	<b>41,6</b>	<b>22,5</b>	<b>15,2</b>	<b>9,1</b>	<b>11,8</b>	<b>20,1</b>	<b>17,6</b>	<b>25,2</b>	<b>28,5</b>
Övriga intäkter och kostnader	0,2	0,7	-0,1	1,3	-4,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa finansiella poster</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,7</b>	<b>-13,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,3</b>	<b>-10,3</b>	<b>-10,8</b>
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>45,4</b>	<b>24,4</b>	<b>37,5</b>	<b>17,1</b>	<b>4,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>2,0</b>	<b>10,0</b>	<b>7,4</b>	<b>14,9</b>	<b>17,7</b>
Skatt	-11,9	-6,0	-9,1	-4,8	-1,1	0,8	-0,5	-2,7	-2,0	-3,9	-4,7
<b>Nettoresultat</b>	<b>33,5</b>	<b>18,4</b>	<b>28,4</b>	<b>12,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,4</b>	<b>7,4</b>	<b>5,4</b>	<b>11,0</b>	<b>13,0</b>

Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>497</b>	<b>580</b>	<b>672</b>	<b>844</b>	<b>998</b>	<b>1 377</b>	<b>1 506</b>	<b>1 657</b>	<b>1 875</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>497</b>	<b>580</b>	<b>672</b>	<b>844</b>	<b>998</b>	<b>1 377</b>	<b>1 506</b>	<b>1 657</b>	<b>1 875</b>
Kostnad sålda varor	-367	-438	-507	-638	-734	-982	-1 165	-1 258	-1 408
<b>Bruttoresultat</b>	<b>130</b>	<b>142</b>	<b>164</b>	<b>207</b>	<b>264</b>	<b>395</b>	<b>341</b>	<b>399</b>	<b>467</b>
Totala rörelsekostnader	-53	-61	-74	-86	-106	-125	-123	-135	-152
<b>EBITDA</b>	<b>77</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>121</b>	<b>158</b>	<b>270</b>	<b>218</b>	<b>263</b>	<b>315</b>
Jämförelsestörande poster	-2	-3	-3	-4	-7	-10	-15	-14	-15
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>94</b>	<b>125</b>	<b>164</b>	<b>281</b>	<b>233</b>	<b>277</b>	<b>330</b>
Totala avskrivningar	-49	-53	-57	-74	-96	-111	-159	-172	-188
<b>EBITA, justerad</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>170</b>	<b>74</b>	<b>105</b>	<b>142</b>
<b>EBIT</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>159</b>	<b>59</b>	<b>91</b>	<b>128</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>68</b>	<b>170</b>	<b>74</b>	<b>105</b>	<b>142</b>
Finansnetto	-13	-1	-2	-13	-24	-16	-40	-41	-58
<b>Resultat före skatt</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>144</b>	<b>19</b>	<b>50</b>	<b>69</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>18</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>154</b>	<b>34</b>	<b>64</b>	<b>84</b>
Total skatt	-5	-8	-8	-9	-10	-37	-6	-13	-18
Minoritetsintressen	-	-	-	-2	-2	-5	-2	-5	-5
<b>Nettoresultat</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>102</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>46</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>112</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>61</b>

Källa: Medcover, EPB

Kassaflödesanalys									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	28	29	34	47	61	159	59	91	128
Övriga kassaflödesposter	38	47	49	64	95	98	152	159	176
Förändringar i rörelsekapital	-15	1	-8	-24	-1	-41	-14	-11	-17
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>51</b>	<b>77</b>	<b>74</b>	<b>87</b>	<b>156</b>	<b>217</b>	<b>197</b>	<b>240</b>	<b>286</b>
Investeringar	-66	-54	-116	-142	-126	-334	-142	-164	-165
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-15</b>	<b>23</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>	<b>30</b>	<b>-117</b>	<b>54</b>	<b>76</b>	<b>121</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	-10	-18	-24	-30
Förändringar av lån	16	5	35	49	-14	175	-27	-50	-67
<b>Kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>28</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>16</b>	<b>47</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>24</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>291</b>	<b>127</b>	<b>218</b>	<b>417</b>	<b>281</b>	<b>489</b>	<b>819</b>	<b>937</b>	<b>1 001</b>

Källa: Medcover, EPB

Balansräkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	119	127	150	293	289	372	481	514	538
Övriga immateriella tillgångar	32	36	51	75	65	75	121	129	135
Materiella anläggningstillgångar	140	148	164	253	258	319	401	434	480
Finansiella anläggningstillgångar	7	32	57	17	30	39	30	34	35
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>393</b>	<b>453</b>	<b>540</b>	<b>804</b>	<b>822</b>	<b>1 133</b>	<b>1 428</b>	<b>1 575</b>	<b>1 695</b>
Varulager	26	31	30	37	53	72	65	73	81
Kundfordringar	77	82	92	142	149	202	226	245	276
Övriga omsättningstillgångar	0	2	28	2	0	3	5	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	18	45	38	35	87	275	95	91	115
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>121</b>	<b>161</b>	<b>189</b>	<b>216</b>	<b>289</b>	<b>552</b>	<b>390</b>	<b>412</b>	<b>474</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>514</b>	<b>614</b>	<b>728</b>	<b>1 020</b>	<b>1 111</b>	<b>1 684</b>	<b>1 818</b>	<b>1 987</b>	<b>2 169</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	95	300	318	360	484	562	520	539	577
<b>Summa eget kapital</b>	<b>95</b>	<b>300</b>	<b>318</b>	<b>360</b>	<b>484</b>	<b>562</b>	<b>520</b>	<b>539</b>	<b>577</b>
Långfristiga räntebärande skulder	195	53	126	164	153	375	376	415	440
Övriga långfristiga skulder	40	29	35	45	51	87	84	91	103
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>309</b>	<b>190</b>	<b>281</b>	<b>378</b>	<b>399</b>	<b>797</b>	<b>846</b>	<b>958</b>	<b>1 052</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	15	4	5	112	15	43	112	112	112
Leverantörsskulder	56	66	78	115	149	182	181	202	229
Övriga kortfristiga skulder	0	7	4	5	8	29	32	35	39
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>130</b>	<b>282</b>	<b>228</b>	<b>325</b>	<b>452</b>	<b>490</b>	<b>540</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>514</b>	<b>614</b>	<b>728</b>	<b>1 020</b>	<b>1 111</b>	<b>1 684</b>	<b>1 818</b>	<b>1 987</b>	<b>2 169</b>

Källa: Medcover, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	17%	16%	26%	18%	38%	9%	10%	13%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	6%	12%	33%	31%	71%	N.m.	19%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	4%	18%	37%	34%	>100%	N.m.	42%	35%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-3%	N.m.	>100%	N.m.	73%	33%
Bruttomarginal	26,2%	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,6%	24,1%	24,9%
EBITDA-marginal	15,5%	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	14,5%	15,9%	16,8%
EBITDA-marginal, justerad	16,0%	14,5%	14,0%	14,8%	16,4%	20,4%	15,5%	16,7%	17,6%
EBIT-marginal	5,6%	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	3,9%	5,5%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	6,1%	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,9%	6,3%	7,6%
Vinst-marginal, justerad	2,5%	5,6%	4,1%	3,2%	3,2%	8,1%	1,8%	2,8%	3,2%

Källa: Medcover, EPB

Avkastning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	12%	9%	8%	8%	21%	5%	9%	11%
ROCE, justerad	Neg.	7%	7%	7%	8%	16%	5%	7%	9%
ROIC, justerad	Neg.	8%	8%	8%	9%	19%	6%	7%	9%

Källa: Medcover, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	5%	5%	5%	4%	5%	5%	4%	4%	4%
Kundfordringar / totala intäkter	15%	14%	14%	17%	15%	15%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	15%	15%	15%	18%	20%	19%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	4%	8%	5%	2%	3%	3%	2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,2x	1,2x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,1x	1,1x

Källa: Medcover, EPB

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (inkl. leasingskulder)	291	127	218	417	281	489	819	937	1 001
Soliditet	19%	49%	44%	35%	44%	33%	29%	27%	27%
Nettoskuldsättningsgrad	3,1x	0,4x	0,7x	1,2x	0,6x	0,9x	1,6x	1,7x	1,7x
Nettoskuld (inkl. leasingskulder) / EBITDA	3,8x	1,6x	2,4x	3,5x	1,8x	1,8x	3,8x	3,6x	3,2x

Källa: Medcover, EPB

## Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-	-	0,17	0,17	0,18	0,69	0,08	0,22	0,31
EPS, justerad	-	-	0,21	0,20	0,22	0,75	0,18	0,31	0,41
FCF per aktie	-	-	-0,31	-0,40	0,20	-0,77	0,36	0,50	0,80
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,12	0,16	0,20	0,25
Eget kapital per aktie	-	-	2,34	2,65	3,21	3,70	3,43	3,55	3,80
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	0,00	136	136	151	152	152	152	152
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	0,00	136	136	151	152	152	152	152

Källa: Medcover, EPB

## Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	34,9x	51,4x	74,8x	47,7x	82,1x	47,4x	35,7x
P/EK	Neg.	Neg.	3,1x	3,9x	5,1x	9,7x	4,3x	4,1x	3,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	82,9x	Neg.	40,8x	29,4x	18,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.	2%	3%	5%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	1,1%	1,4%	1,7%
Utdelningsandel, justerad	-	-	0,0%	0,0%	32,1%	15,9%	89,8%	64,8%	61,0%
EV/Sales	0,6x	0,2x	1,8x	2,1x	2,7x	4,2x	2,0x	1,9x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	3,7x	1,5x	12,6x	14,4x	16,5x	20,8x	12,8x	11,2x	9,6x
EV/EBIT, justerad	9,6x	4,0x	31,9x	35,3x	39,8x	34,4x	40,6x	29,6x	22,3x
EV	291	127	1 183	1 795	2 705	5 826	2 991	3 108	3 172
Aktiekurs	-	6,4	7,2	10,3	16,3	36,0	14,6	14,6	14,6

Källa: Medcover, EPB

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](http://www.penser.se)