



# ERIK PENSER BANK

Penser Future | Mjukvara | Sverige | 24 februari 2023

## MedHelp Care

### Avslutar året på topp

#### Effektiviseringar och kostnadskontroll återspeglas i ökad lönsamhet

Antalet användare per sista december ökade till 201 452 (183 938), vilket innebär en ökning med 9,5% y/y och 0,7% q/q. Ökningen av användare resulterade i en nettoomsättning på 21,4 mkr (19,3 mkr), motsvarande en tillväxt på 11,2%. Att intäkterna växer snabbare än användarantalet tyder på att MedHelp under året ökat genomsnittintäkten per användare. Trots att Q4 är ett kostnadstungt kvartal rapporterar MedHelp ett EBITDA resultat på 1,6 mkr (-2,6), motsvarande en EBITDA-marginal om 7,2% (-11,1). Lönsamhetsökningen är en kombination av en starkt bruttomarginal, lägre OPEX kostnader samt högre aktiveringar.

#### Den svenska verksamheten fortsätter att växa

Nettoomsättningen var 2% starkare än våra förväntningar och EBITDA i linje med vad vi räknat med. Sverige fortsätter att uppvisa hög tillväxt, 13,2%, medan den danska verksamheten tappar lite, ungefär som vi räknat med. Vi genomför endast en mindre förändring gällande avskrivningarna som var högre än vi väntat oss. I övrigt behåller vi våra estimat.

#### Ökad omsättning leder till ökad lönsamhet

Vi räknar med att kostnadsbasen för 2023 kommer att ligga i nivå med det fjärde kvartalet 2022. Således räknar vi med att lönsamheten till stor del styrs av omsättningstillväxten under 2023. Ser vi till värderingen handlas MedHelp med våra prognoser på EV/S 1,0x för 2023, vilket kan jämföras med andra svenska hälsobolag som i snitt värderas till EV/S 2,2x eller andra mjukvarubolag som i snitt värderas till 3,7x.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Bedömning		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e			
Totala intäkter	0,1%	0,1%	0,1%	Totala intäkter	88	101	118	135	Potential	4	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,1%	Tillväxt	7%	14%	17%	14%	Risk	3	
EPS, just.	-33,3%	1,7%	1,3%	EBITDA, just.	2	14	23	34	Finansiell ställning	3	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-8	3	13	22	Historik & meriter	2	
Q1 - rapport		03 maj 2023		EPS, just.	-0,2	0,1	0,3	0,6	Aktiekurs	3,3 kr	
Q2 - rapport		29 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	74%	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,2	1,3	1,6	1,9			
Antal aktier			30m	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde			99	EBIT-marginal	Neg.	3,8%	12,3%	18,2%			
Nettoskuld			2	ROE, just.	Neg.	5,7%	22,5%	31,8%			
EV			101	ROCE, just.	Neg.	6,0%	22,3%	33,8%			
Free float			22%	EV/Sales	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x			
Daglig handelsvolym, snitt			14k	EV/EBITDA	53,9x	7,4x	4,4x	3,0x			
Bloomberg Ticker			MEDHLP SS EQUITY	EV/EBIT	-	29,8x	7,9x	4,7x			
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-	44,9x	10,2x	5,9x	<b>Intressekonflikter</b>		
Hugo Lisjo				P/EK	2,7x	2,5x	2,1x	1,7x	Yes	No	
hugo.lisjo@penser.se				FCF yield	-	-	5%	11%	Likviditetsgarant	✓	
				Nettoskuld/EBITDA	1,1x	0,1x	-0,1x	-0,2x	Certified adviser	✓	
										Transaktioner 12m	✓

## Investment case

**Låg marknadspenetration:** Trots att MedHelp är marknadsledande uppskattar vi att deras andel av den totalt möjliga adresserbara marknaden uppgår till 5,2%. Då denna nischmarknad domineras av två aktörer, MedHelp och Falck Previa, tyder det på att marknadspenetrationen fortfarande är låg. Marknadsbilden gäller för bolagets båda geografiska marknader. Bara på den svenska marknaden, vilken idag står för över 90% av nettoomsättningen, har bolaget potential att mångdubbla sina intäkter.

**Teknologiskt försprång:** Jämfört med övriga marknadsaktörer har MedHelp redan idag ett teknologiskt försprång och bolaget arbetar aktivt med att utöka avståndet till övriga aktörer. Om bolaget fortsätter sin utveckling inom AI och kompletterande funktioner anser vi att bolaget har marknads mest omfattande plattform för hantering av sjukfrånvaro och digitalisering av företagshälsa.

**Genväg till kunderna:** MedHelp är samarbetspartner med två av Sveriges ledande företag inom företagshälsa, Avonova och Feelgood. De båda aktörerna har tillsammans ungefär 1,5 miljoner anslutna medarbetare. Om vi antar att hälften av MedHelps användare kommer via dessa partners är det endast 6,2% av dessa partners kunder som använder MedHelps plattform. Då samarbetet genererar intäkter med 100% bruttomarginal till partnern är båda parter måna om att öka andelen.

**Marginalexpension:** Vid noteringen 2021 hade ledningen order om 100% fokus på omsättningstillväxt, som sedan under sommaren 2022 ändrades till en inriktning på lönsam tillväxt. Vi ser en kostnadsoptimerad organisation formas, byggd för att klara tillväxt. Ytterligare drivkraft för marginalexpansionen är att produktutvecklingen kan leda till höjd bruttomarginal genom prisökningar och minskade produktionskostnader.

## Bolagsprofil

MedHelp har som vision att kraftigt minska antalet sjukskrivna i samhället. Genom sin plattform, som möjliggör digitalisering av företagshälsovården, erbjuder MedHelp produkter för sjuk- och friskanmälan, sjukvårdsrådgivning, rehabiliteringsplaner, chefsstöd med mera. Plattformen ger både medarbetare, chefer och HR bättre insikt om nivå av sjukfrånvaro, orsaker till sjukfrånvaron och hur de som arbetsgivare bör agera framåt. Plattformen innehåller algoritmer programmerade för att flagga medarbetare med tidiga signaler på ohälsa som riskerar att leda till långtidsfrånvaro. Med relativt låga kostnader för preventiv vård ökar medarbetares hälsa och arbetsgivaren besparas stora sjukfrånvarokostnader. Forskning visar att kostnaden för långtidssjukfrånvaro i genomsnitt uppgår till 100 000 kr per medarbetare som är långtidsfrånvarande exklusive effektivitetsminskningar.

Plattformen säljs enligt en SaaS-modell med en månatlig intäkt per medarbetare. MedHelps mjukvara är kompatibel med både löne- och HR system, vilket underlättar sjukfrånvarohanteringen för alla bolagets berörda parter. Vidare hjälper MedHelp medarbetare och arbetsgivare i kontakt med Försäkringskassan och processer vid preventiv vård samt rehabilitering vid långtidssjukfrånvaro.

Idag har företaget drygt 500 företagskunder, vilka har mellan 7 och 16 000 anställda. Generellt riktar sig MedHelp till företag med 150–1500 anställda, vilka söker en enkelt implementerbar och GDPR-säker lösning för sin hantering av medarbetarnas sjukfrånvaro. Produkterna funkar dock lika bra för mindre aktörer som vill få tillgång till sjukfrånvarosystemet och processhjälp vid eventuell långtidsfrånvaro, samt för större arbetsgivare som vill ha stöd av en lösning som är fokuserad på att öka medarbetarnas hälsa samt sänka deras sjukfrånvarorelaterade kostnader.

## Värdering

För att bedöma bolaget utgår vi från fyra nyckelområden – potential, finansiell ställning, risk samt historik & meriter.

### Potential (4 poäng)

Marknaden för digital företagshälsa utvecklas snabbt och vi bedömer att det fortfarande finns potential att ta marknadsandelar. Vi ser att MedHelps teknologiska försprång ger bolaget goda förutsättningar att bli den aktör som bäst utnyttjar marknadspotentialen. Ledningen har skapat en kostnadseffektiv affärsmodell där omsättningstillväxt driver marginalexpansionen mot långsiktigt höga marginaler. Branschen är inte speciellt känslig för konjunktursvängningar, vilket tillsammans med återkommande intäkter bidrar till stabilitet. Rent tekniskt är skalbarheten hög. Vid kraftig tillväxt krävs ytterligare anställda för implementering. Vi graderar således potentialen till 4 poäng.

### Risk (3 poäng)

Vi bedömer att den största risken ligger i att omsättningstillväxten inte tar fart. Det anser vi främst skulle kunna bero på två saker, att samarbetspartners erbjudande inte är konkurrenskraftiga och att konkurrenter tar in på MedHelps teknologiska försprång. Vidare finns det risker i att ha en extern leverantör av sjukrådgivning och en generell kompetensbrist. Sjukrådgivning är en central del i erbjudandet, vilket gör relationen till leverantören kritisk. Det finns inte heller några direkta inträdesbarriärer till marknaden. Det gör det extra viktigt att bolaget fortsätter att investera i utvecklingen av plattformen och erbjudandet för att förbli marknadsledande. Fortsatta investeringar i plattformen kräver kompetent personal inom kodning, en arbetsgrupp som är mycket eftertraktad på arbetsmarknaden. Vi graderar risken till medel och 3 poäng.

### Finansiell ställning (3 poäng)

För den finansiella ställningen görs bedömningen utifrån den redovisade historiken. Vid kvartalets slut uppgick likvida medel till lite drygt 18 mkr, vilket vi bedömer som tillräckligt. Under det senaste kvartalet hade MedHelp ett negativt kassaflöde om -3 mkr. Bolaget har uppvisat god kostnadskontroll och snabbt anpassat sig till de nya målen om lönsam tillväxt. Det finns inga obligationer eller annan utestående skuld som i närtid måste omförhandlas och eventuellt påverka bolagets finansiella ställning. Då bolaget inte uppvisar ett kontinuerligt positivt kassaflöde graderar vi den finansiella ställningen till 3 poäng.

### Historik & meriter (2 poäng)

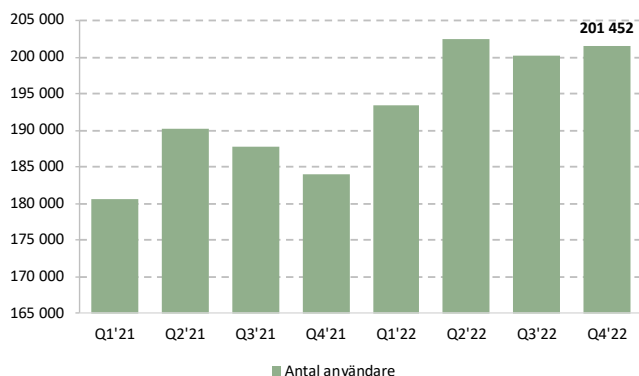
Historiskt har den danska verksamheten succesivt minskat samtidigt som den svenska uppvisat tillväxt. Effekten är att bolaget uppvisat en stagnerad omsättningstillväxt. Vid börsnoteringen 2021 var det 100% fokus på tillväxt, men under 2022 bytte styrelsen inriktning att driva verksamheten mot lönsam tillväxt. Svängningarna i direktiv gör historiken spretig och inte speciellt givande. Vi bedömer historik & meriter till 2 poäng.

## Ökat antal användare och lägre kostnader driver resultatet

Antalet användare ökade till 201 452 (183 938), vilket innebär en ökning med 9,5% y/y och 0,7% q/q. Antalet användare kan variera lite mellan kvartalen då det finns en viss säsongseffekt i antalet prenumerationer. Under sommaren anställer många av MedHelps kunder säsongarbetare och därför ökar ofta antalet prenumerationer under det tredje kvartalet. När säsongarbetarna sedan slutar på hösten minskar antalet prenumerationer.

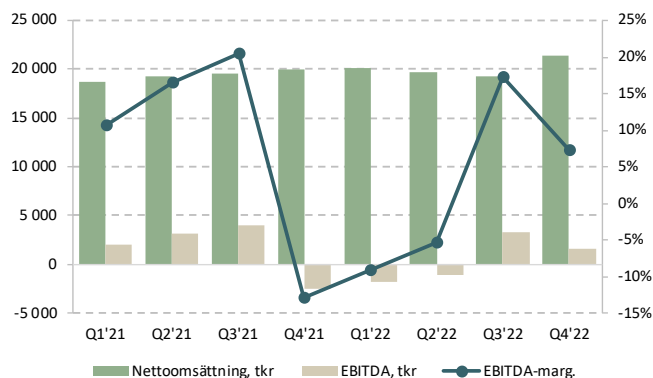
Högre omsättning tillsammans med ledningens arbete med effektiviseringar och kostnader har lett till en lönsamhetsförbättring. Då MedHelp är ett mjukvarubolag räknar vi med att de under året ska klara av att växa utan att öka kostnaderna nämnvärt från den här nivån. Tack vare bolagets höga bruttomarginal ska lönsamheten till hög grad vara styrd av omsättningsutvecklingen.

### Det finns visst säsongmönster i antalet användare



Källa: EPB, MedHelp

### Kostnadsbasen bör vara satt, tkr



Källa: EPB, MedHelp

## Implementerar AI-hjälp i plattformen

MedHelp har växlat från att använda sig av externa IT-konsulter till att anställa IT-utvecklare för att öka utvecklingstakten samt kontrollen. Under hösten har vi sett resultat av utvecklingen då MedHelp har lanserat både en algoritm och ett AI-verktyg i sin digitala plattform. Lanseringarna hjälper arbetsgivare att på ett tidigt stadium identifiera signaler på ohälsa bland anställda.

## Liknande bolags multiplar

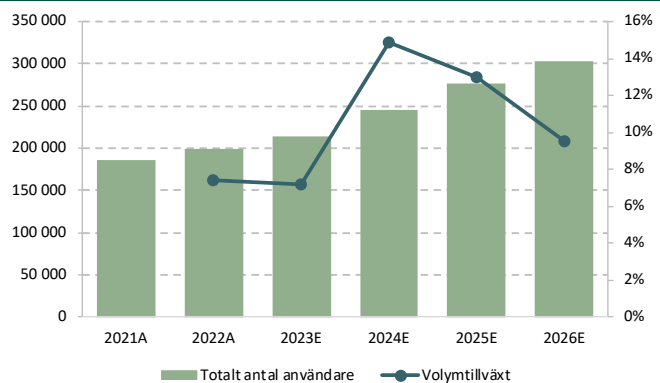
I Sverige finns det inte många noterade bolag som MedHelp kan liknas vid. De närmaste vi har identifierat är Aino Health och Physitrack, vilka i snitt handlas till en EV/S multipel för 2023 på 2,2x, som kan jämföras med MedHelps 1,0x med våra prognoser. Utöver dessa två anser vi att mindre Nordiska techbolag fungerar bra som jämförelsegrupp. Jämförelsegruppen handlar ungefär 3x så hög multipel som MedHelp gör. Jämför vi förväntad utveckling kommande år uppvisar jämförelsebolagen generellt en högre förväntad tillväxt, men i snitt samma EBITDA-marginal.

### Liknande bolags värdering samt förväntad EBITDA-marginal och omsättningstillväxt

Namn	M-cap (SEKM)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			Omsättningstillväxt	
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
MedHelp	99	1,2	1,0	0,9	53,9	7,4	4,4	2%	15%	22%	7%	14%
Aino Health	34	2,0	1,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Binero Group	123	1,5	1,5	1,3	-	-	30,3	-15%	-2%	4%	78%	13%
Litium	187	3,7	2,2	1,9	-	-	16,8	0%	12%	23%	21%	28%
AVTECH Sweden	182	10,0	7,2	6,3	59,8	17,3	13,5	42%	47%	51%	27%	15%
Physitrack	307	3,3	2,8	1,7	-	10,0	5,7	33%	28%	30%	53%	30%
Efecte	764	4,0	2,9	2,7	73,8	765,6	165,8	5%	0%	2%	10%	17%
FormPipe Software	1 315	5,1	2,5	2,4	18,1	16,6	12,2	15%	20%	24%	13%	9%
Upsales Technology	1 229	12,9	9,1	7,1	60,5	32,6	23,8	28%	30%	30%	31%	28%
<b>Mean</b>	518	5,3	3,7	3,3	53	168	38	15%	19%	23%	33%	20%
<b>Median</b>	247	3,9	2,6	2,4	60	17	17	15%	20%	24%	27%	17%

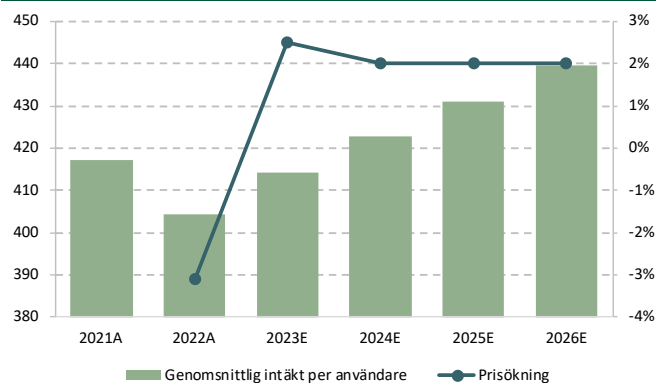
Källa: EPB, FactSet 2023-02-23

### Prognoser över antal användare



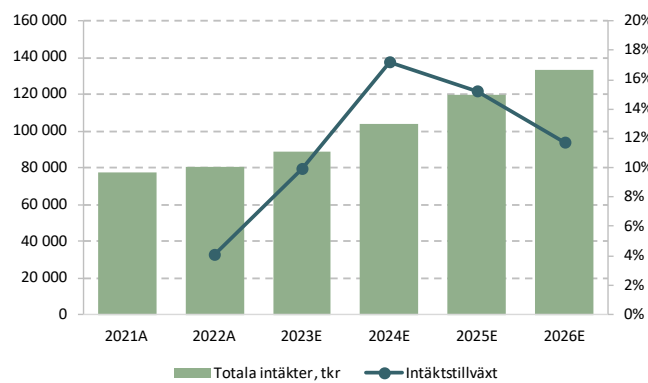
Källa: EPB, MedHelp

### Genomsnittlig intäkt per användare



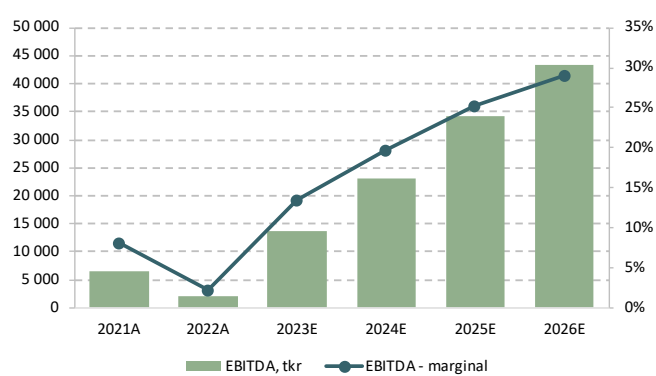
Källa: EPB, MedHelp

### Intäkterna styrs av volymen och intäkt per användare



Källa: EPB, MedHelp

### Ökad omsättning leder lönsamheten



Källa: EPB, MedHelp

## Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>104</b>	<b>120</b>	<b>134</b>
Övriga rörelseintäkter	5	8	12	14	15	16
<b>Totala intäkter</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>135</b>	<b>149</b>
Kostnad sålda varor	-21	-19	-19	-20	-21	-22
<b>Bruttoresultat</b>	<b>61</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>128</b>
Försäljningskostnader	-34	-44	-43	-48	-51	-53
Övriga rörelsekostnader	-20	-23	-25	-27	-29	-31
<b>EBITDA</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>43</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>43</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>43</b>
Amortering	-15	-10	-10	-10	-12	-13
<b>EBIT</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>30</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>30</b>
Finansnetto	-1	0	-1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>30</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>30</b>
Total skatt	0	1	-1	-3	-4	-6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
Intäktstillväxt	-	7%	14%	17%	14%	11%
Bruttomarginal	78,8%	85,7%	92,5%	94,3%	95,5%	95,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	3,8%	12,3%	18,2%	22,6%
EPS, justerad	-0,29	-0,24	0,07	0,32	0,56	0,78
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	74%	41%

Källa: MedHelp Care, EPB

## Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-8	-8	3	13	22	30
Övriga kassaflödesposter	17	10	9	7	7	7
Förändringar i rörelsekapital	7	-16	3	3	2	2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>16</b>	<b>-14</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-23	-11	-16	-18	-20	-21
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-23</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-7</b>	<b>-25</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>18</b>
Nyemission / återköp	45	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	-2	-3	-4	-5
Utdelningar	0	0	0	0	-4	-8
Övriga poster	0	9	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>45</b>	<b>8</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>38</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-25</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-16</b>

Källa: MedHelp Care, EPB

## Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	7	6	6	5	4	3
Övriga immateriella tillgångar	36	38	44	53	61	70
Övriga anläggningstillgångar	0	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>75</b>
Kundfordringar	8	13	7	8	10	11
Övriga omsättningstillgångar	5	5	6	7	8	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	19	15	15	17	21
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>49</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>115</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	46	38	39	47	59	73
<b>Summa eget kapital</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>59</b>	<b>73</b>
Långfristiga räntebärande skulder	7	15	12	9	5	0
Övriga långfristiga skulder	0	1	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>1</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	2	5	2	3	3	3
Leverantörsskulder	7	9	9	11	12	14
Kortfristiga leasingskulder	1	1	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	29	13	14	17	20	22
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>41</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>115</b>

Källa: MedHelp Care, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	7%	14%	17%	14%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-70%	>100%	70%	47%	27%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	70%	39%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	74%	41%
Bruttomarginal	78,8%	85,7%	92,5%	94,3%	95,5%	95,5%
EBITDA-marginal	8,5%	2,4%	15,4%	22,3%	28,5%	32,5%
EBITDA-marginal, justerad	8,5%	2,4%	15,4%	22,3%	28,5%	32,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,8%	12,3%	18,2%	22,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	3,8%	12,3%	18,2%	22,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	2,5%	9,4%	14,1%	17,8%

Källa: MedHelp Care, EPB

## Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	6%	23%	32%	36%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	6%	22%	34%	41%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	8%	30%	45%	56%

Källa: MedHelp Care, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	10%	14%	7%	7%	7%	7%
Leverantörsskulder / KSV	31%	48%	47%	55%	60%	65%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	51%	34%	31%	34%	36%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	-28%	-5%	-10%	-11%	-11%	-11%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,5x	1,8x	2,0x	2,0x	1,9x

Källa: MedHelp Care, EPB

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-25	2	1	-2	-8	-16
Soliditet	50%	46%	49%	53%	58%	64%
Nettoskuld / EBITDA	-3,8x	1,1x	0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,4x

Källa: MedHelp Care, EPB

## Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,29	-0,24	0,07	0,32	0,56	0,78
EPS, justerad	-0,29	-0,24	0,07	0,32	0,56	0,78
FCF per aktie	-0,23	-0,83	-0,02	0,16	0,37	0,60
Eget kapital per aktie	1,50	1,25	1,28	1,55	1,94	2,41
Antal aktier vid årets slut, m	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4

Källa: MedHelp Care, EPB

## Värdering

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	44,9x	10,2x	5,9x	4,2x
P/EK	4,3x	2,7x	2,5x	2,1x	1,7x	1,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	20,5x	8,8x	5,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	5%	11%	18%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,1x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	25,6x	53,9x	7,4x	4,4x	3,0x	2,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	29,8x	7,9x	4,7x	3,3x
EV	169	106	101	101	101	101
Aktiekurs	6,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3

Källa: MedHelp Care, EPB



## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Estimat och risk

Penser Future-analysen innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Future.

---

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)