



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 27 februari 2023

Medicover

Efter investeringsår stundar skördetid

Rapporten i linje med våra förväntningar

Det blev en bra avslutning på 2022 med tillväxt och därmed kan ett prövande år läggas till handlingarna. Nettoomsättningen ökade i Q4 2022 med 5,7 procent till EUR 397,7 m. Bäst utvecklades Healthcare Services och nettoomsättningen steg med imponerande 35 procent. Inom Diagnostic Services hade bolaget fortsatt utmanande förutsättningar. Kostnadstrycket var påtagligt under perioden och lönsamheten hölls tillbaka. Prisökningar har genomförts och bra underliggande efterfrågan talar för att vi kommer att få se en gradvis förbättring under 2023.

Nya finansiella mål visar på styrka

I samband med rapporten förnyades de finansiella målen, efter att tidigare uppnådda och överträffade mål löpt ut. De nya målen indikerar en stark framtidsstro och innebär en organisk genomsnittlig tillväxt på 13,4 procent till och med 2025. Bolaget räknar även med marginalförbättringar under perioden och vill nå ett justerat EBITDA om minst EUR 350 m. Målen känns nåbara och bolagets historik att leverera på tidigare mål ger trovärdighet till de nya.

Starka långsiktiga utsikter

Alla utmaningar försvinner inte i och med det nya året, men motvinden mojar och vi räknar med att få se tillväxttakten stärkas under 2023. Efter rapporten justerar vi upp våra tillväxtförväntningar, men ett fortsatt högt kostnadstryck gör att vi väntar oss en något långsammare återhämtning för lönsamheten. Kapitalmarknadsdagen bjöd utöver nya finansiella mål på en välbehövlig påminnelse om de långsiktiga starka tillväxttrenderna på bolagets marknader och den starka positionen som uppnåtts. Vi justerar upp vårt motiverade värde till 224-228 kr (215-220).

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	2,0%	3,0%	4,7%	Totala intäkter	1 510	1 690	1 932	2 204	Motiverat värde
EBITDA, just.	-7,4%	-4,7%	-4,8%	Tillväxt	10%	12%	14%	14%	224 - 228 kr
EPS, just.	-19,7%	-20,5%	-16,8%	EBITDA, just.	234	256	314	365	Aktiekurs
				EBIT, just.	72	85	129	167	Riskenivå
				EPS, just.	0,2	0,2	0,3	0,5	Låg
				EPS-tillväxt, just.	-74%	30%	31%	41%	
				EK/aktie	3,4	3,4	3,5	3,7	
				Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,3	
				EBIT-marginal	3,7%	4,2%	5,9%	6,9%	
				ROE, just.	5,4%	7,3%	9,3%	12,6%	
				ROCE, just.	5,2%	5,7%	8,1%	9,6%	
				EV/Sales	1,8x	2,0x	1,8x	1,5x	
				EV/EBITDA	11,7x	13,2x	10,8x	9,3x	
				EV/EBIT	38,1x	40,0x	26,4x	20,2x	
				P/E, just.	65,9x	68,0x	51,7x	36,7x	
				P/EK	3,7x	4,9x	4,8x	4,5x	
				Direktavkastning	1,0%	1,0%	1,2%	1,8%	
				FCF yield	-	3%	5%	5%	
				Nettoskuld/EBITDA	4,1x	3,8x	3,4x	3,1x	

Kommande händelser	
Q1 - rapport	27 april 2023
Q2 - rapport	26 juli 2023

Bolagsfakta (m€)	
Antal aktier	148m
Börsvärde	2 498
Nettoskuld	891
EV	3 388
Free float	39%
Daglig handelsvolym, snitt	76k
Bloomberg Ticker	MCOVB SS EQUITY

Analytiker	
Klas Palin	
klas.palin@penser.se	

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Medicover fortsatte under 2022 bygga på sin imponerande historik av att expandera verksamheten (~18% CAGR senaste tio åren). I nuläget ser vi inget som hindrar denna resa från att fortsätta under lång tid framöver. Drivkrafter 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 stark efterfrågan av privat sjukvård. Dessa marknader har uppvisat och uppvisar en god ekonomisk utveckling som är högre än för mer mogna ekonomier i västra Europa och USA. Här finns en snabbt växande medelklass som efterfrågar bättre tillgång till kvalitativ hälsovård som kan täckas av privata aktörer. Medicover är idag en ledande aktör på samtliga av sina marknader och det är tydliga inträdesbarriärer för nya spelare att komma in.

Vi anser att Medicover ger investerare en unik exponering mot snabbväxande hälsovårdsmarknader. Trots bolagets fina historik så fortsätter marknaden att underskatta de långsiktiga tillväxtmöjligheterna och den starka underliggande efterfrågan som finns av bolagets tjänster. Riskerna i verksamheten är relativt låg. Efterfrågan av hälsovårdstjänster är generellt motståndskraftig mot svängningar i ekonomier och därtill har bolaget visat en fin historik av att kunna navigera genom kriser.

Bolagsprofil

Medicover är leverantör av vård- och diagnostiktjänster med verksamhet i framför allt Central- och Östeuropa samt i Indien. Bolaget är uppdelat i två affärsdivisioner: Diagnostic Services och Healthcare Services. De största marknaderna är Polen, Tyskland, Rumänien och Indien, vilka stod för mer än 85 procent av nettoomsättningen under 2022. 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. Efter uppdatering av våra prognoser höjer vi vårt motiverade värde till 224–228 kr (215–220).

Ett bra kvartal avslutar ett turbulent år

Rapporten för det fjärde kvartalet var i linje med våra förväntningar och snäppet bättre än konsensusförväntningarna, se nedan. Bolaget fortsatte visa tillväxt under perioden, även om den organiska tillväxten tillfälligt var negativ. Lönsamhetsmässigt ser vi tecken på att trenden kan vara på väg att växla och att Medicover går mot bättre tider.

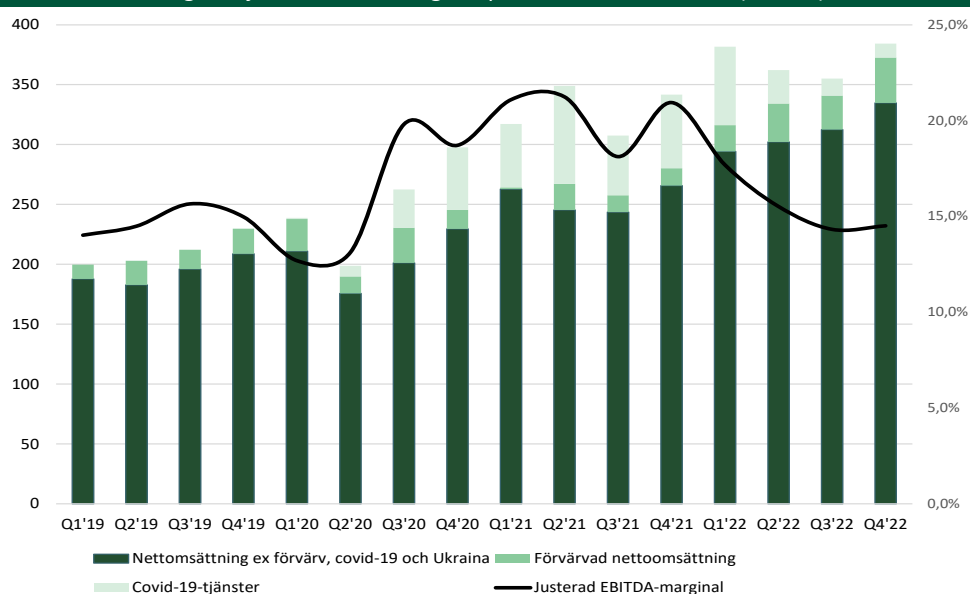
Utfall vs. förväntningar EPB och konsensus (EUR m)

	Q4 2022				Q4 2021	
	Utfall	EPB	Diff	Konsensus	Diff	
Nettoomsättning	397,7	393,1	4,6	391,4	6,3	376,3
Kostnader för medicinska tjänster	-315,4	-305,5	-9,9			-267,1
Bruttoresultat	82,3	87,6	-5,3			109,2
Distributions- och marknadsföringskost.	-18,2	-18,5	0,3			-16,3
Administrationskostnader	-55,4	-57,4	2,0			-51,3
EBITDA	53,0	53,6	-0,6	51,1	1,9	75,1
EBIT	8,7	11,8	-3,1	10,3	-1,6	41,6
Resultat före skatt	2,9	2,0	0,9	0,7		37,5
Skatt	-0,7	-0,5	-0,2			-9,1
Nettoresultat	2,2	1,4	0,8	0	2,2	28,4
EPS (EUR)	0,013	0,008	0,005	-0,003	0,0	0,186
EBITDA (justerat)	57,7	56,6	1,1	53,3	4,4	78,8
Bruttomarginal	20,7%	22,3%	-1,6%			29,0%
EBITDA-marginal	13,3%	13,6%	-0,3%	13,1%	0,3%	20,0%
EBITDA-marginal (just.)	14,5%	14,4%	0,1%	13,6%	0,9%	20,9%
EBIT-marginal	2,2%	3,0%	-0,8%	2,6%	-0,4%	11,1%

Källa: EPB, Bolaget, Infront

Nettoomsättningen ökade med 5,7 procent under perioden, men organiskt minskade den med 2,5 procent. Det är fortsatt lägre intäkter från Covid-tjänster (negativ påverkan om EUR 49,9 m) och kriget i Ukraina som tynger. Med det sagt så håller verksamheten i Ukraina emot överraskande väl och visade en omsättning på EUR 13,5 m (34,6). Det bolaget gör i Ukraina är viktigt för att stötta landet även om den lönsamhetsmässigt inte bidrar för stunden. Förvärvsaktiviteten har varit fortsatt hög och förvärvade enheter bidrog med EUR 37,8 m under perioden. Den underliggande efterfrågan, rensat för Covid-19-tjänster, Ukraina och förvärv, var stark och uppgick till 17,5 procent. Det är visserligen något lägre än de närmast föregående kvartalen, men högre än vad vi sett historiskt.

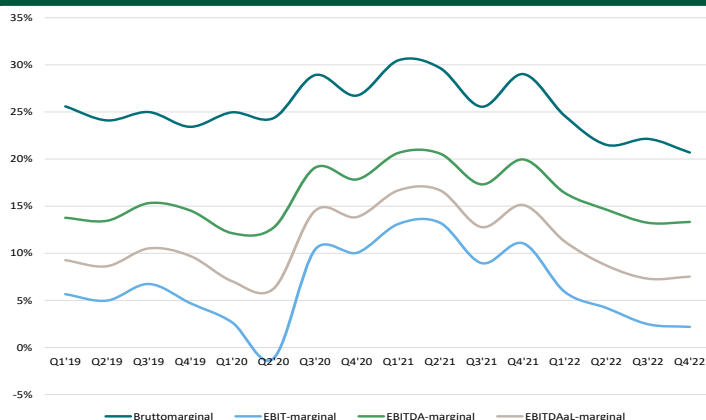
Nettoomsättning och just. EBITDA-marginal per kvartal 2019–2022 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

Där vi låg mest fel var bruttomarginalen som var svag och den illustrerar ett fortsatt högt lönetryck i verksamheten. Bolaget nämner kostnadsökningar som en utmaning inför 2023, men vi uppfattar inte att det är med samma emfas som vi hörde under H2 2022. Vi konstaterar att inflationsförväntningarna är på väg ned och det bör reducera trycket på lönesidan. Prisjusteringar har genomförts och vi räknar med fler under 2023, vilket bör leda till successiva marginalförbättringar i år.

Lönsamheten har hamnat under press senaste året



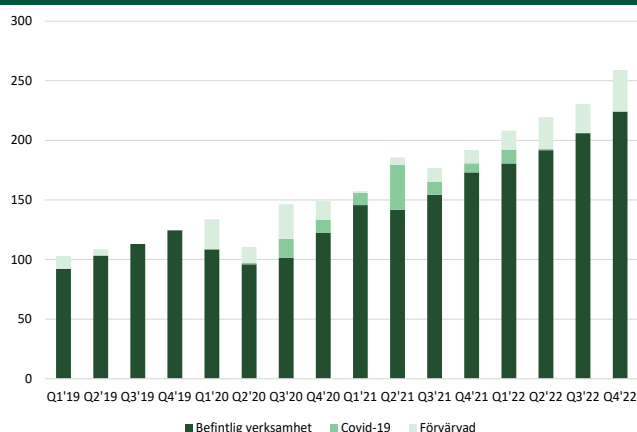
Källa: EPB, Bolaget

En annan faktor som påverkat lönsamheten genom 2022 är de omfattande investeringar som gjorts i ny kapacitet de senaste åren. En stor del av de nya enheterna har ännu en relativt låg belägningsgrad och att fylla upp dessa utgör en viktig kugge för att driva en hög tillväxt under de kommande åren och för att förbättra lönsamheten. Vår bedömning är att det kan ta 18-24 månader innan expansionsinvesteringar når en normaliserad kapacitetsnivå.

Healthcare Services växer så det knakar

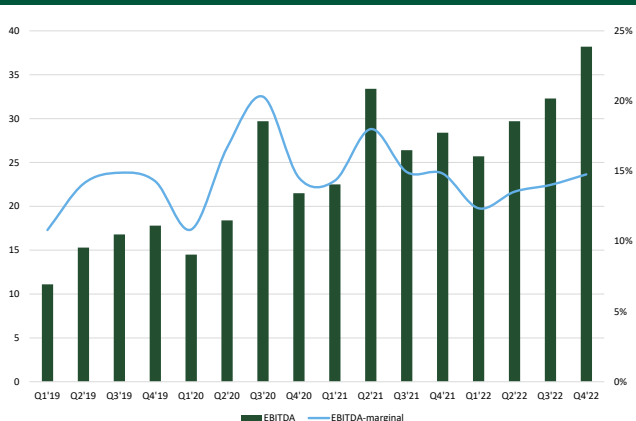
Den del av verksamheten som växer snabbast är Healthcare Services och det är även här de största investeringarna gjorts. Under Q4'22 uppvisades en tillväxt på imponerande 35,0 procent. Den organiska tillväxten uppgick till 19,0 procent. Prisökningar har genomförts som bidrar med 9,5 procentenheter av tillväxten. Bäst utvecklades verksamheten i Indien (+36,6 procent), tätt följt av Polen (+31,9 procent).

Nettoomsättning per kvartal 2019-2022 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA per kvartal 2019-2022 (EUR m)



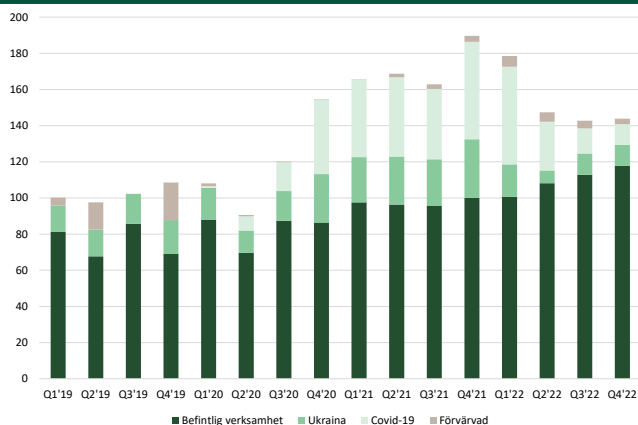
Källa: EPB, Bolaget

Tillväxten slår igenom på lönsamheten med ett förbättrat resultat (EBITDA) som ökade med 34,5 procent. Vi ser även en positiv effekt på EBITDA-marginalen. En fortsatt god underliggande efterfrågan och bolagets starka marknadsställning talar för att vi kommer att få se fortsatta successiva förbättringar för lönsamheten under året.

Diagnostic Services kämpar för att komma tillbaka

Affärsområdet är det som påverkats mest av turbulensen under det senaste året. Det ryska anfallskriget i Ukraina har givetvis stor påverkan och än kraftigare påverkas nettoomsättningen av den minskade Covid-19-testningen (tillsammans minskade med EUR 63,3 m). Nettoomsättningen sjönk med 24,1 procent och den organiska hamnade på -24,2 procent. Den underliggande affären går dock bra, med en tillväxt om 5,8 procent. Det är positivt att se att även EBITDA förbättrades något jämfört med föregående kvartal, en trend som bör kunna fortsätta om än i en modest takt.

Nettoomsättning per kvartal 2019-2022 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

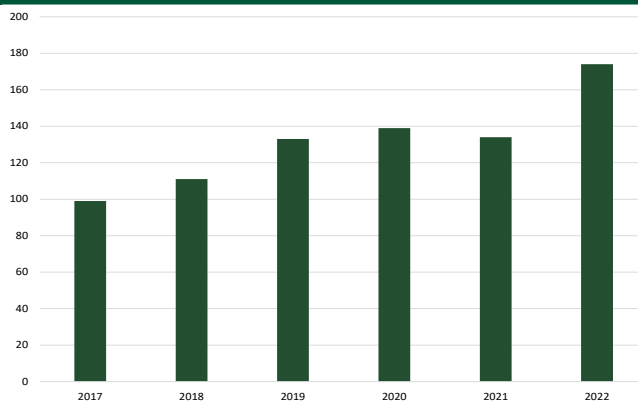
EBITDA per kvartal 2019-2022 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

När nu covid-19-testningen går ned frigörs kapacitet som kan fyllas. På kapitalmarknadsdagen lyftes satsningarna mot avancerade tester som visade hög tillväxt under 2022. En drivkraft har varit förvärvet av NIPD Genetics som tillhandahåller DNA-tester. Priserna för avancerade tester är på en helt annan nivå än rutintester och därtill är den förväntade tillväxttakten betydligt högre. I dagsläget utgör avancerade tester omkring 35 procent av affärsområdets intäkter, exkl. Covid-19. Vi räknar med att andelen kommer att fortsätta att öka och positivt bidra till att stärka lönsamheten.

Omsättning avancerade tester (EUR m)



Källa: Bolaget CMD

Nya finansiella mål

I samband med rapporten presenterades nya ambitiösa finansiella mål till och med 2025, vilka mer detaljerat bröts ned under bolagets kapitalmarknadsdag. De nya målen som lanseras bygger på fortsatt stark tillväxt och att uppnå en organisk nettoomsättning på EUR 2,2 md 2025. Under samma år ska ett organiskt justerat EBITDA om minst EUR 350 m uppnås. Därtill behålls målet om kapitalstruktur att lån med avdrag för likvida medel & kortfristiga placeringar / justerad EBITDAaL RTM ska vara mindre eller lika med 3,5x, men med reservation för att den tillfälligt kan överstiga. Reservationen behövs, då vi bedömer att EBITDAaL på rullande tolv månader kommer sjunka för att bottna under H1'22. Det kan leda till nivåer på omkring 4,0x. Det är ingen oroande skuldsättningsnivå i förhållande till lönsamheten och dessutom tillfällig. Bolaget indikerar att de kommer vara mer avvaktande i sin investeringstakt under de närmaste 18 månaderna och de bör därmed till fullo kunna hanteras med egna kassaflöden.

Finansiella mål 2025		
	2022	2025
Nettoomsättning (EUR m)		
	1510	2200
Justerat EBITDA (EUR m)		
	234	350
Kapitalstruktur		
Lån med avdrag för likvida medel & kortfristiga placeringar / justerad EBITDAaL $\leq 3,5x$		

Källa: EPB

Det nya tillväxtmålet låg över vår tidigare prognos och indikerar en snabbare tillväxt än vad vi hade räknat med. Bolaget ger en trovärdig bild av hur målet ska kunna uppnås. Generellt bra underliggande marknadenstillväxt och att växa i befintlig struktur genom att fylla upp den mängd kapacitet som satts upp och förvärvats under de senaste åren. Indien är ett exempel på där möjligheterna är stora utifrån denna argumentation. Den underliggande efterfrågan är stark med en tillväxt senaste åren på över 25 procent. Belägningsgraden på bolagets 23 sjukhus är därtill ännu låg och uppgick i Q4'22 till 38 procent, att jämföra med marknadsledande Appollo Hospitals vars belägningsgrad uppgår till 68 procent. Bolaget har vuxit snabbt i Indien och Medcover är numer den tredje största sjukhusaktören i landet mätt i antalet bäddar.

En annan viktig anledning till vår tilltro till de nya finansiella målen är bolagets historik av att leverera på tidigare uppsatta mål. Nedan sammanfattas utfallet för perioden 2020-2022.

Finansiella mål 2020-2022		Utall
Tillväxt		
Organisk tillväxt om 9-12 %		14,6%
Lönsamhet		
Justerad EBITDA-marginal på 15,5-16,5 %		15,5%
Kapitalstruktur		
Lån med avdrag för likvida medel & kortfristiga placeringar / justerad EBITDAaL $\leq 3,5x$		3,2

Källa: EPB, Bolaget

Uppdaterade prognoser

Vi har justerat upp våra tillväxtprognoser efter rapporten för Q4'22 och kapitalmarknadsdagen. Det är en trovärdig bild som målas upp av bolaget om att verksamheten kan växa snabbare än vår tidigare bedömning. Lönsamhetsmålet som lämnas för 2025 ligger något lägre än vår tidigare bedömning. Vi väger in bolagets bedömning, men anser att den är konservativt satt utifrån historiska marginaler och vi ligger kvar något över bolagets EBITDA-mål för 2025.

Prognosförändringar		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	1689,6	1931,9	2204,3
	Tidigare	1657,1	1875,4	2105,8
	Diff	2,0%	3,0%	4,7%
Bruttoresultat	Nya	377,7	463,7	546,7
	Tidigare	398,8	467,0	541,2
	Diff	-5,3%	-0,7%	1,0%
EBITDA adj.	Nya	256,3	314,2	365,1
	Tidigare	276,8	329,7	383,4
	Diff	-7,4%	-4,7%	-4,8%
EPS adj. (EUR)	Nya	0,248	0,325	0,459
	Tidigare	0,308	0,410	0,551
	Diff	-19,7%	-20,5%	-16,8%
Bruttomarginal	Nya	22,4%	24,0%	24,8%
	Tidigare	24,1%	24,9%	25,7%
	Diff	-1,7%	-0,9%	-0,9%
EBITDA adj-marginal	Nya	15,2%	16,3%	16,6%
	Tidigare	16,7%	17,6%	18,2%
	Diff	-1,5%	-1,3%	-1,6%

Källa: EPB

Nedan följer våra uppdaterade estimat per kvartal till och med 2023.

Kvartalsprognoser 2021-2023 (EUR m)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23E	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	317,2	348,9	335,0	376,3	381,7	362,2	368,6	397,7	407,6	416,9	421,8	443,2
Kostnader för medicinska tjänster	-220,5	-245,4	-249,4	-267,1	-287,9	-284,3	-287,0	-315,4	-320,4	-327,3	-326,5	-337,8
Bruttoresultat	96,7	103,5	85,6	109,2	93,8	77,9	81,6	82,3	87,2	89,6	95,3	105,5
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-13,9	-15,0	-12,9	-16,3	-15,9	-15,6	-16,8	-18,2	-18,7	-18,8	-18,6	-19,5
Administrationskostnader	-41,2	-42,3	-42,7	-51,3	-55,4	-47,1	-55,7	-55,4	-57,5	-55,9	-58,2	-59,4
Rörelseresultat (EBIT)	41,6	46,2	30,0	41,6	22,5	15,2	9,1	8,7	11,0	15,0	18,6	26,6
Övriga intäkter och kostnader	-0,1	0,2	0,7	-0,1	1,3	-4,6	0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	-5,3	-1,3	-6,6	-4,1	-6,7	-6,7	-13,7	-5,6	-8,2	-8,3	-8,4	-8,9
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	36,5	45,4	24,4	37,5	17,1	4,0	-4,2	2,9	2,9	6,7	10,1	17,7
Skatt	-10,2	-11,9	-6,0	-9,1	-4,8	-1,1	0,8	-0,7	-0,7	-1,6	-2,4	-4,1
Periodens resultat	26,3	33,5	18,4	28,4	12,3	2,9	-3,4	2,2	2,2	5,1	7,7	13,7
Avskrivningar och nedskrivningar	23,9	25,6	28,0	33,5	40,1	37,8	39,7	44,3	43,7	43,0	42,7	42,9
EBITDA	65,5	71,8	58,0	75,1	62,6	53,0	48,8	53,0	54,7	58,0	61,3	69,5
Avskrivningar och nedskrivningar av nyttjanderättstillgångar	-9,8	-10,5	-11,6	-13,8	-14,9	-16,1	-16,1	-17,0	-17,7	-17,9	-18,5	-19,0
Ränta på leasingsskulder	-2,8	-3,2	-3,6	-4,4	-4,8	-5,4	-5,8	-6,1	-5,9	-6,1	-6,2	-6,4
EBITDAaL	52,9	58,2	42,8	56,9	42,9	31,5	26,9	29,9	31,1	34,1	36,6	44,0
Justerad EBITDA	66,9	74,1	60,7	78,8	67,5	56,2	52,8	57,7	57,9	61,4	64,7	73,0
Justerad EBITDAaL	54,3	60,5	45,5	60,6	47,8	34,7	30,9	34,6	34,3	37,5	40,0	47,5
Tillväxt y/y	32,8%	75,5%	27,6%	26,4%	20,3%	3,8%	10,0%	5,7%	6,8%	15,1%	14,4%	11,5%
Vinst per aktie, just (EUR)	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176	0,176
Bruttomarginal	30,5%	29,7%	25,6%	29,0%	24,6%	21,5%	22,1%	20,7%	21,4%	21,5%	22,6%	23,8%
EBIT-marginal	13,1%	13,2%	9,0%	11,1%	5,9%	4,2%	2,5%	2,2%	2,7%	3,6%	4,4%	6,0%
EBITDA-marginal	20,6%	20,6%	17,3%	20,0%	16,4%	14,6%	13,2%	13,3%	13,4%	13,9%	14,5%	15,7%
EBITDAaL-marginal	16,7%	16,7%	12,8%	15,1%	11,2%	8,7%	7,3%	7,5%	7,6%	8,2%	8,7%	9,9%
Justerad EBITDA-marginal	21,1%	21,2%	18,1%	20,9%	17,7%	15,5%	14,3%	14,5%	14,2%	14,7%	15,3%	16,5%
Justerad EBITDAaL-marginal	17,1%	17,3%	13,6%	16,1%	12,5%	9,6%	8,4%	8,7%	8,4%	9,0%	9,5%	10,7%

Källa: EPB, Bolaget

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 8,5 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 224 kr (208) per aktie, se nedan.

DCF-värdering

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 034	Risikfri ränta	3,0%	Uthållig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 902	Riskpremie	5,0%	Uthållig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	3 936	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Nettoskuld inkl. leasing, senast rapporterad	891	Extra risk-premie	0,5%	Capex, % av omsättning	-4,0%
		WACC	8,5%	Rörelsekapital, % av omsättning	-1,2%
Eget kapital	3 045			Skattesats	26,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	152				
Eget kapital per aktie (SEK)	224				

Källa: EPB, Bolaget

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal (kr)

		Uthållig EBIT-marginal					
		10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	
WACC	7,5%	254	281	308	336	363	
	8,0%	215	238	262	285	308	
	8,5%	184	204	224	244	264	
	9,0%	160	177	194	211	229	
	9,5%	139	154	169	184	200	

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC Uthållig tillväxt (kr)

		Uthållig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,5%	248	275	31	350	405
	8,0%	215	236	262	293	332
	8,5%	187	204	224	248	278
	9,0%	164	178	194	213	236
	9,5%	145	156	169	184	203

Källa: EPB

I vår multipelvärdering använder vi ett snittvärde av EV/S och EV/EBITDA för jämförbara bolag för 2023 och 2024, där en sammanvägning ger oss ett värde om 228 kr (226).

Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

	EV/S		EV/EBITDA	
	2023	2024	2023	2024
Apollo Hospitals	3,6x	3,0x	26,1x	21,1x
Fortis Healthcare	3,3x	2,9x	17,5x	15,1x
IHH Healthcare	3,3x	3,1x	14,5x	13,7x
Med Life	2,0x	1,4x	11,4x	9,7x
Ramsay Healthcare	1,8x	1,7x	12,6x	11,0x
Sonic Healthcare	2,3x	2,3x	10,3x	10,2x
Synlab	1,1x	1,1x	6,7x	6,0x
Medel	2,5x	2,2x	14,2x	12,4x
Median	2,3x	2,3x	12,6x	11,0x
Medicover (EPB)	2,0x	1,8x	13,2x	10,8x

Källa: FactSet, EPB

Apollo Hospitals och Fortis Healthcare är verksamma på den indiska marknaden och handlas till avsevärt högre multiplar snittet. I andra vågskålen har vi de renodlade diagnostikservice-bolagen Sonic Healthcare och Synlab som handlas till låga multiplar. Det är framför allt olika förväntningar på tillväxten som vi bedömer ligger bakom den stora skillnaden, där bolag med ett stort inslag av diagnostikservice-intäkter förväntas uppvisa låg eller negativ tillväxt i spåren av minskad Covid-19-testning. Utifrån Medicovers 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 på den europeiska marknaden.

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	580	672	844	998	1 377	1 510	1 690	1 932	2 204
Totala intäkter	580	672	844	998	1 377	1 510	1 690	1 932	2 204
Kostnad sålda varor	-438	-507	-638	-734	-982	-1 175	-1 312	-1 468	-1 658
Bruttoresultat	142	164	207	264	395	336	378	464	547
Försäljningskostnader	-29	-35	-45	-43	-58	-67	-76	-85	-95
Administrationskostnader	-85	-95	-115	-159	-178	-214	-231	-265	-300
Övriga rörelsekostnader	53	57	74	96	111	162	172	186	198
EBITDA	82	91	121	158	270	217	243	300	350
Jämförelsestörande poster	-3	-3	-4	-7	-10	-17	-14	-15	-15
EBITDA, justerad	84	94	125	164	281	234	256	314	365
Avskrivningar	-53	-57	-74	-96	-111	-162	-172	-186	-198
EBITA, justerad	32	37	51	68	170	72	85	129	167
EBIT	29	34	47	61	159	56	71	114	152
EBIT, justerad	32	37	51	68	170	72	85	129	167
Finansnetto	-1	-2	-13	-24	-16	-36	-34	-60	-71
Resultat före skatt	28	32	33	37	144	20	37	54	82
Resultat före skatt, justerad	31	35	38	44	154	37	51	69	97
Total skatt	-8	-8	-9	-10	-37	-6	-9	-14	-21
Minoritetsintressen	-	-	-2	-2	-5	-2	-5	-5	-6
Nettoresultat	20	24	23	26	102	12	24	35	54
Nettoresultat, justerad	23	28	27	32	112	29	38	49	70
Intäkstillväxt	-	16%	26%	18%	38%	10%	12%	14%	14%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	22,4%	24,0%	24,8%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	5,0%	6,7%	7,6%
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,25	0,33	0,46
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	30%	31%	41%

Källa: Medcover, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	29	34	47	61	159	56	71	114	152
Övriga kassaflödesposter	47	49	64	95	98	155	165	190	198
Förändringar i rörelsekapital	1	-8	-24	-1	-41	-41	-15	-19	-40
Kassaflöde från den operationella verksamheten	77	74	87	156	217	169	221	284	310
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-135	-155	-185
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-135	-155	-185
Fritt kassaflöde	23	-42	-54	30	-117	-15	86	130	125
Förändring av skulder	5	35	49	-14	175	-6	-44	-52	-67
Utdelningar	0	0	0	0	-10	-18	-18	-24	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	5	35	49	-14	164	-24	-62	-76	-97
Kassaflöde	28	-7	-6	16	47	-39	25	54	28
Nettoskuld	127	218	417	281	489	891	931	1 016	1 088

Källa: Medcover, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	127	150	293	289	372	496	521	554	584
Övriga immateriella tillgångar	36	51	75	65	75	126	132	135	152
Materiella anläggningstillgångar	148	164	253	258	319	445	431	473	507
Finansiella anläggningstillgångar	32	57	17	30	39	34	34	35	35
Övriga anläggningstillgångar	110	117	166	180	327	396	443	483	540
Summa anläggningstillgångar	453	540	804	822	1 133	1 497	1 560	1 681	1 818
Varulager	31	30	37	53	72	58	71	81	90
Kundfordringar	82	92	142	149	202	228	250	284	320
Övriga omsättningstillgångar	2	28	2	0	3	0	3	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	45	38	35	87	275	49	65	119	148
Summa omsättningstillgångar	161	189	216	289	552	335	389	487	561
SUMMA TILLGÅNGAR	614	728	1 020	1 111	1 684	1 832	1 949	2 168	2 379
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	300	318	360	484	562	511	522	538	569
Summa eget kapital	300	318	360	484	562	511	522	538	569
Långfristiga räntebärande skulder	53	126	164	153	375	473	475	525	550
Långfristiga leasingsskulder	86	96	142	165	300	365	406	473	529
Övriga långfristiga skulder	52	58	72	81	122	129	141	159	181
Summa långfristiga skulder	190	281	378	399	797	967	1 022	1 158	1 260
Kortfristiga räntebärande skulder	4	5	112	15	43	42	46	54	62
Leverantörsskulder	66	78	115	149	182	183	206	236	273
Kortfristiga leasingsskulder	30	29	34	34	46	60	69	82	95
Övriga kortfristiga skulder	24	18	21	29	54	69	85	101	120
Summa kortfristiga skulder	124	130	282	228	325	354	406	473	550
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	614	728	1 020	1 111	1 684	1 832	1 949	2 168	2 379

Källa: Medcover, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	16%	26%	18%	38%	10%	12%	14%	14%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	33%	31%	71%	-17%	9%	23%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	18%	37%	34%	>100%	-57%	17%	52%	30%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	30%	31%	41%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	22,4%	24,0%	24,8%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	14,4%	14,4%	15,5%	15,9%
EBITDA-marginal, justerad	14,5%	14,0%	14,8%	16,4%	20,4%	15,5%	15,2%	16,3%	16,6%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	3,7%	4,2%	5,9%	6,9%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	5,0%	6,7%	7,6%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,1%	3,2%	3,2%	8,1%	1,9%	2,2%	2,6%	3,2%

Källa: Medcover, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	9%	8%	8%	21%	5%	7%	9%	13%
ROCE, justerad	Neg.	7%	7%	8%	16%	5%	6%	8%	10%
ROIC, justerad	Neg.	8%	8%	9%	19%	6%	6%	9%	10%

Källa: Medcover, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	5%	5%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	14%	17%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	15%	15%	18%	20%	19%	16%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	22%	39%	27%	29%	27%	28%	29%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	8%	5%	2%	3%	2%	2%	2%	1%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,2x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x	1,2x

Källa: Medcover, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	127	218	417	281	489	891	931	1 016	1 088
Soliditet	49%	44%	35%	44%	33%	28%	27%	25%	24%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,7x	1,2x	0,6x	0,9x	1,7x	1,8x	1,9x	1,9x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	2,4x	3,5x	1,8x	1,8x	4,1x	3,8x	3,4x	3,1x

Källa: Medcover, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-	0,18	0,17	0,17	0,67	0,08	0,16	0,23	0,36
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,25	0,33	0,46
FCF per aktie	-	-0,31	-0,40	0,20	-0,77	-0,10	0,57	0,85	0,82
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,07	0,12	0,12	0,16	0,20	0,30
Eget kapital per aktie	-	2,34	2,65	3,21	3,70	3,36	3,43	3,54	3,74
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	136	136	151	152	152	152	152	152
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	136	136	151	152	152	152	152	152

Källa: Medcover, EPB

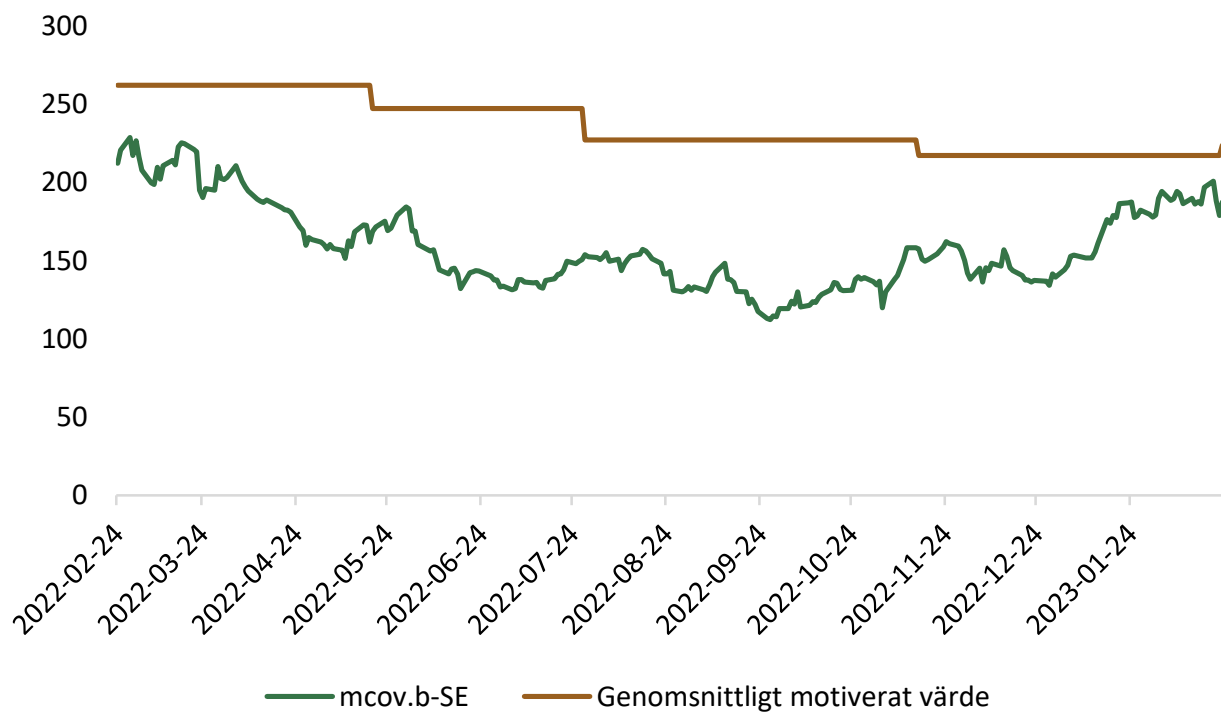
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	35,6x	52,4x	76,0x	48,8x	65,9x	68,0x	51,7x	36,7x
P/EK	Neg.	3,1x	3,9x	5,1x	9,7x	3,7x	4,9x	4,8x	4,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	82,9x	Neg.	Neg.	29,6x	19,7x	20,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.	Neg.	3%	5%	5%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	1,0%	1,0%	1,2%	1,8%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	32,6%	16,3%	63,1%	64,6%	61,4%	65,4%
EV/Sales	0,2x	1,8x	2,1x	2,7x	4,2x	1,8x	2,0x	1,8x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	1,5x	12,6x	14,4x	16,5x	20,8x	11,7x	13,2x	10,8x	9,3x
EV/EBIT, justerad	4,0x	31,9x	35,4x	39,8x	34,4x	38,1x	40,0x	26,4x	20,2x
EV	127	1 184	1 797	2 705	5 824	2 751	3 388	3 388	3 388
Aktiekurs	6,4	7,2	10,3	16,3	36,0	12,5	16,8	16,8	16,8

Källa: Medcover, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Medicover (MCOVB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 fransäger 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.

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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 informationsspridning, 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 Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

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 Access.

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