



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 14 april 2023

Physitrack

Vändning i sikte

Rekryterar för att fortsätta utveckla erbjudandet och bibehålla tillväxttakten

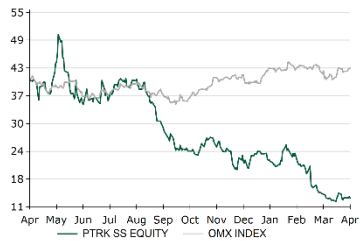
2022 var ett händelserikt år för Physitrack där mycket fokus lagts på att utveckla och fortsätta bygga segmentet Wellness. Segmentet är relativt nytt för Physitrack och består av 4 olika bolag. Tre uppvisade mycket hög tillväxt under 2022 medan det fjärde hade det tufft. För att fortsätta segmentets höga tillväxttakt och samtidigt utveckla erbjudandet har Physitrack rekryterat fler nyckelpersoner. Rekryteringarna tillsammans med den svaga utvecklingen i Fysiotest, ett av Wellness fyra bolag, påverkade segmentets aggregerade EBITDA-marginal negativt under 2022.

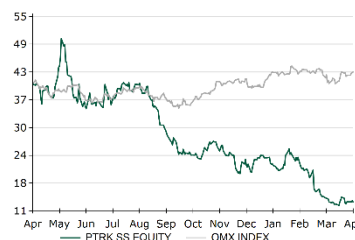
Vi bedömer att prishöjningar och nya kunder drev tillväxten under Q1

Enligt vår bedömning fortsatte Physitracks, och framför allt Wellness, höga tillväxt under inledningen av 2023. Detta för att koncernen genomfört prishöjningar, vilka får en direkt positiv effekt på både omsättning och marginal, samtidigt som de under kvartalet adderat nya kunder (som exempelvis Coca-Cola Tyskland). Då Fysiotest har planat ut bedömer vi att de kommer ge ett mindre negativt bidrag till koncernen framöver. Förutom att jämförelsesiffrorna för Fysiotest under 2023 kommer att vara lättare så växer de övriga företagen inom Wellness snabbare, vilket minskar Fysiotest påverkan på segmentets tillväxt och lönsamhet.

Tillväxten driver upp marginalerna under Q1

Segmentet Lifecare är sedan tidigare Physitracks kassako och vi räknar med att den trenden kommer att bestå under Q1 och hela 2023. Inför Q1 bedömer vi att Wellness omsättningsökning kommer att resultera i högre EBITDA-marginal q/q och att multipelkontraktionen under 2022 nu kommer vända. Samtidigt bör det påpekas att Physitrack under Q1 kommer betala EUR 1,6m i tilläggsköpeskillningar, men vi bedömer att de kommer att finansieras med kassaflöden och kreditlinan från Santander Bank och vi ser därmed liten risk för kapitalbehov.

Estimatändring				Prognos (m€)					Värde och risk							
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	48 - 52 kr						
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	13	16	20	24	Aktiekurs	13,4 kr						
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	59%	31%	22%	21%	Riskenivå	Medium						
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	3	5	7	9	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 							
<div>Kommande händelser</div> <div>Q1 - rapport16 maj 2023</div> <div>Q2 - rapport15 augusti 2023</div>				EBIT, just.	1	2	4	6								
				EPS, just.	0,0	0,1	0,2	0,3								
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	96%	71%								
				EK/aktie	1,4	1,5	1,6	1,9								
<div>Bolagsfakta (m€)</div> <div>Antal aktier16m</div> <div>Börsvärde21</div> <div>Nettoskuld0</div> <div>EV21</div> <div>Free float57%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt31k</div> <div>Bloomberg TickerPTRK SS EQUITY</div>				EBIT-marginal	0,9%	12,6%	19,1%	26,5%								
				ROE, just.	Neg.	6,0%	10,9%	16,2%								
				ROCE, just.	4,3%	8,4%	13,9%	20,7%								
				EV/Sales	2,8x	1,3x	1,1x	0,9x								
				EV/EBITDA	10,2x	4,1x	3,1x	2,3x								
<div>Analytiker</div> <div>Hugo Lisjo</div> <div>hugo.lisjo@penser.se</div>				EV/EBIT	34,9x	10,3x	5,6x	3,3x								
				P/E, just.	-	15,1x	7,7x	4,5x								
				P/EK	1,6x	0,9x	0,8x	0,7x								
				FCF yield	-	-	0%	6%								
				<div>Intressekonflikter</div> <table><thead><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr></thead><tbody><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></tbody></table>						Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser	
	Yes	No														
Likviditetsgarant		✓														
Certified adviser		✓														
Transaktioner 12m		✓														



Wellness är den främsta drivaren för marginalexpension under 2023

Under 2022 växte Wellness-segmentet kraftigt, både organiskt och genom ytterligare förvärv. Trots segmentets starka tillväxt sjönk marginalen under det gångna året. Anledningen hänförs till Fysiotests minskande omsättning samt den fortsatta satsningen på att förstärka ledningen inom segmentet. Under 2022 såg vi att utvecklingen för Fysiotest har planat ut och att kostnadsbasen inom segmentet mer eller mindre satt sig. Då segmentet besitter relativt höga bruttomarginaler är omsättningstillväxt viktigt för att höja segmentets marginal.

Vi ser stor potential i Wellness då segmentet har en stor total adresserbar marknad, TAM. Bara inom de områden och geografier där Wellness redan idag är aktiva bedömer vi marknaden till ungefär EUR 7,4 mdr (se fördelningen i bild nedan). TAM utökas när Physitrack breddar sitt Wellness-erbjudande ytterligare under 2023. Bland annat planeras Champion Health att under 2023 översättas till både svenska och tyska för att bättre passa respektive marknad. I och med den geografiska expansionen ökar TAM med ungefär EUR 2 mdr och de marknader som adderas bedöms växa med ungefär 10% årligen.

Vi bedömer att TAM idag uppgår till ca EUR 7,4 mdr och att bolaget adderar ca EUR 2,0 mdr genom geografisk expansion

UK digital wellbeing €0,67 mdr, 2022 5 år CAGR 5-7% <small>*IBIS World – Corporate Wellness Services in the UK</small>	DE corporate health €4,6 mdr, 2019 5 år CAGR 5-7% <small>*German Association for Health and Preventive Medicine, the market for corporate health services</small>	DE, Digital fitness & Well-Being €1,7 mdr, 2022 5 år CAGR 8-10% <small>*Statista Digital Health Germany</small>
UK MSK services €1,66 mdr, 2022 5 år CAGR 3-4% <small>*IBIS World – Allied Health in the UK</small>	SWE coaching wellness €0,42 mdr, 2022 5 år CAGR 8-10% <small>*Statista Digital Health Sweden</small>	DE, Digital fitness & Well-Being €0,2 mdr, 2022 5 år CAGR 8-10% <small>*Statista Digital Health Sweden</small>

Källa: German Association for Health and preventive medication, IBIS World, Statista

Verksamheterna inom Wellness skiljer sig ganska markant beroende på företag. Champion Health exempelvis är ett rent techbolag med hög skalbarhet, bruttomarginaler kring 90% och potential att nå en EBITDA-marginal kring 50%. Å andra sidan har vi Champion Health Plus, före detta Rehabplus, vilka erbjuder virtuell vård som kräver fler terapeuter när efterfrågan ökar. Champion Health Plus är således inte lika skalbart och har inte samma bruttomarginaler, men är i dagsläget lönsamt på EBITDA-nivå. Champion Health Plus passar bra in i koncernen i dagsläget, men på sikt är vi positiva till en avyttring.

Vi ser allra störst potential i Champion Health och dess techplattform för att förbättra anställdas hälsa. Den stora potentialen ser vi i utveckling av plattformens hybrid-lösning med stöd direkt i appen, kombinerat med virtuell vård och vid behov även fysisk vård. Appen i sig är fullt skalbar och för att öka skalbarheten med virtuell och fysisk vård kommer Champion Health att samarbeta med regionala aktörer inom respektive område. Användare av Champion Health får tips och hjälp direkt i plattformen eller möjlighet att beställa tid för massage där massören åker till arbetsplatsen. Arbetsgivaren får statistik och sammanställda data på avdelningsnivå om hälsoläget, vilket underlättar insatser av preventivvård och minskar således både sjukfrånvaro och kostnader.

Det som driver segmentets utveckling är att ökat distansarbete lett till att arbetsgivaren har svårare att veta hur de anställda mår, ökat fokus på välmående och att plattformen ses som en löneförmån eftersom det betalas av arbetsgivaren. Efter COVID-19 har distansarbete ökat markant, vilket lett till att arbetsgivaren inte träffar de anställda lika ofta och har således svårare att upptäcka ohälsa. Med Champion Health får arbetsgivaren bättre uppfattning av hur de anställda mår och kan således förbättra arbetssituationen, vilket minskar både personalomsättning och sjukfrånvaro. Samtidigt finns det i dag ett ökat medvetande kring både psykiskt och fysiskt välmående där folk engagerar sig alltmer i att må så bra som möjligt. I och med ett generellt ökat fokus på välmående ser de anställda tjänsterna som en löneförmån vilket stärker arbetsgivarens position på arbetsmarknaden.

Utbetalning av tilläggsköpeskilling

I Q4-rapporten meddelade Physitrack att under Q1 2023 kommer EUR 1,6m att betalas ut i tilläggsköpeskillingar. Vi räknar med att tilläggsköpeskillingarna kommer att finansieras med kvartalets kassaflöde samt utnyttjande av en del av den kreditlina om GBP 5m som bolaget har från Santander Bank. Generellt är de första tilläggsköpeskillingarna främst baserade på omsättningstillväxt medan de senare tilläggsköpeskillingarna lägger mer vikt vid lönsamhet. Således kommer tilläggsköpeskillingarna framöver enbart betalas ut om det förvärvade bolaget är tillräckligt lönsamt. Vi räknar därför med att framtida kassaflöden tillsammans med kreditlinan från Santander Bank kommer att täcka alla framtida köpeskillingar.

Förväntningar inför Q1

Som tidigare nämnts förväntar vi oss att den fortsatta omsättningstillväxten under det första kvartalet kommer att vara högre än OPEX ökningen, vilket leder en marginalexpansion jämfört med Q4. Vi räknar med att utvecklingen kommer att vara ihållande under hela 2023 och att den negativa trendutvecklingen i EBITDA-marginal nu stabiliseras och expanderar.

EURt	2020/2021				2022				2023			
	Q1'20/21	Q2'20/21	Q3'20/21	Q4'20/21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23E	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Omsättning	1 635	1 769	1 993	2 167	2 577	3 051	3 365	3 517	3 712	3 989	4 200	4 493
Operationella kostnader före avskrivningar	-1 076	-1 107	-1 309	-1 681	-1 827	-2 148	-2 448	-2 641	-2 673	-2 792	-2 848	-2 921
Justeringar	0	-328	-1 138	-263	-480	-638	-203	417	0	0	0	0
EBITDA	501	296	-453	604	270	265	714	1 294	1 039	1 197	1 352	1 573
Just. EBITDA	501	624	684	867	750	903	917	877	1 039	1 197	1 352	1 573
Avskrivningar	-304	-369	-369	-390	-324	-582	-712	-816	-770	-778	-777	-764
EBIT	196	-72	-822	215	-54	-317	3	477	269	419	575	809
Just. EBIT	196	256	316	477	426	321	205	60	269	419	575	809
Finansnetto	-1	-43	-27	-6	-22	-10	-17	-9	-56	-56	-52	-55
Resultat före skatt	196	-115	-850	208	-76	-326	-14	468	213	363	523	754
Skatt	-6	-8	-33	-143	-69	-95	31	174	-53	-91	-131	-188
Resultat efter skatt	190	-124	-882	65	-146	-421	17	642	160	272	392	565
Omsättningstillväxt y/y	306%	132%	104%	138%	58%	72%	69%	62%	44%	31%	25%	28%
Organisk tillväxt y/y					36%	40%	28%	32%	36%	31%	25%	28%
Förvärvad tillväxt y/y					22%	33%	41%	31%	8%	0%	0%	0%
EBITDA-marginal	30,6%	16,7%	-22,7%	27,9%	10,5%	8,7%	21,2%	36,8%	28,0%	30,0%	32,2%	35,0%
<i>Just. EBITDA-marginal</i>	<i>30,6%</i>	<i>35,3%</i>	<i>34,3%</i>	<i>40,0%</i>	<i>29,1%</i>	<i>29,6%</i>	<i>27,2%</i>	<i>24,9%</i>	<i>28,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>32,2%</i>	<i>35,0%</i>
EBIT-marginal	12,0%	-4,1%	-41,3%	9,9%	-2,1%	-10,4%	0,1%	13,6%	7,3%	10,5%	13,7%	18,0%
<i>Just. EBIT-marginal</i>	<i>12,0%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>22,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>10,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>18,0%</i>
Omsättning per segment												
Lifecare	1 517	1 574	1 796	1 956	2 015	2 227	2 206	2 200	2 269	2 455	2 454	2 525
Tillväxt y/y					33%	42%	23%	12%	13%	10%	11%	15%
Organisk tillväxt y/y					27%	37%	19%	7%	13%	10%	11%	15%
Förvärvad tillväxt y/y					6%	5%	4%	5%	0%	0%	0%	0%
Wellness	118	195	197	211	562	824	1 159	1 317	1 443	1 534	1 746	1 968
Tillväxt y/y					376%	322%	488%	525%	157%	86%	51%	49%
Organisk tillväxt y/y					152%	65%	107%	256%	119%	86%	51%	49%
Förvärvad tillväxt y/y					224%	257%	381%	269%	38%	0%	0%	0%

Källa: EPB, Physitrack

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