



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 02 maj 2023

Medicover

Marginalerna återhämtar sig

Solid start på 2023

Vi fick se en bra utveckling i Q1'23. Nettoomsättningen ökade till EUR 419,3m (381,7) och slog såväl våra som konsensus förväntningar. Den underliggande tillväxten är urstark och uppgick till 24,6 procent (rensat för covid-19-intäkter). Bakom detta finns prisökningar, bra underliggande efterfrågan och ny kapacitet som adderats. Lönsamheten kom in i nivå med våra förväntningar, där EBITDA uppgick till EUR 54,3m (62,6) mot förväntade EUR 54,7m. EBIT landade på EUR 10,7m (22,5) mot förväntade EUR 11,0m. Att lönsamheten är ned jämfört med fjolåret beror på det senaste årets inflation och minskade covid-intäkter. Vi ser dock en tydligt positiv utveckling för den underliggande lönsamheten.

Inga dramatiska estimatförändringar

Den fina starten på 2023 motiverar oss att skruva upp våra tillväxtprognoser något för de kommande åren. Verksamheten går bra och vårt intryck är att den underliggande efterfrågan är robust trots inflationstryck och ränteuppgångar. Vi räknar med att få se gradvisa lönsamhetsförbättringar under året och därefter, men vi intar en aningen mer försiktig hållning om takten.

Konfidenshöjande rapport

Medicover fortsätter att leverera och rapporten ger oss ökad konfidens kring att de finansiella målen för 2025 kommer att kunna nås och överträffas. Marknadens gunst är dock ännu inte helt vunnen. Det som vi anser talar för aktien i ett kortare perspektiv är att den underliggande tillväxten i verksamheten och marginalförbättringar kommer att bli mer synlig under de kommande kvartalen. Vi ser en uppsida och justerar vårt motiverade värde till 226–228 kr (224-228).

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	3,3%	1,4%	1,9%	Totala intäkter	1 510	1 745	1 959	2 245	Motiverat värde
EBITDA, just.	0,3%	-0,8%	0,0%	Tillväxt	10%	16%	12%	15%	226 - 228 kr
EPS, just.	-15,9%	-4,1%	-4,9%	EBITDA, just.	234	257	312	365	Aktiekurs
				EBIT, just.	72	85	125	162	Riskenivå
				EPS, just.	0,2	0,2	0,3	0,4	Låg
				EPS-tillväxt, just.	-74%	10%	50%	40%	
				EK/aktie	3,3	3,4	3,5	3,6	
				Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,3	
				EBIT-marginal	3,7%	4,1%	5,6%	6,5%	
				ROE, just.	5,4%	6,2%	9,1%	12,3%	
				ROCE, just.	5,2%	5,8%	8,2%	9,8%	
				EV/Sales	1,8x	1,8x	1,6x	1,4x	
				EV/EBITDA	11,8x	12,0x	9,9x	8,5x	
				EV/EBIT	38,1x	36,6x	24,7x	19,1x	
				P/E, just.	66,1x	71,7x	47,8x	34,3x	
				P/EK	3,8x	4,4x	4,3x	4,1x	
				Direktavkastning	1,0%	1,1%	1,3%	2,0%	
				FCF yield	-	6%	4%	5%	
				Nettoskuld/EBITDA	4,1x	3,7x	3,4x	3,2x	

Kommande händelser

Q2 - rapport	26 juli 2023
Q3 - rapport	03 november 2023

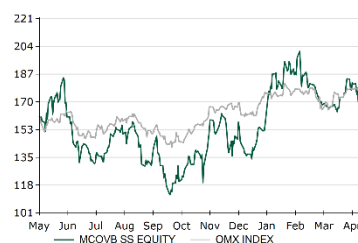
Bolagsfakta (m€)

Antal aktier	148m
Börsvärde	2 216
Nettoskuld	876
EV	3 092
Free float	39%
Daglig handelsvolym, snitt	54k
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 har en imponerande historik av att växa sin verksamhet (~18% CAGR senaste tio åren). I nuläget ser inget som tydligt hindrar att denna resa ska kunna fortsätta under lång tid framåt. Drivkrafterna 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 sjuk- och hälsovård. Dessa marknader har uppvisat och uppvisar en god ekonomisk utveckling som är högre än för mer mogna ekonomier i västra Europa och USA. I dessa länder finns en snabbt växande medelklass som efterfrågar bättre tillgång till kvalitativ hälsovård, vilket 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 tillväxtpotentialerna och den starka underliggande efterfrågan som finns av bolagets tjänster. Riskerna i verksamheten är relativt låga. 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 226–228 kr (224–228).

Fin tillväxt i Q1 2023 trots utmanande jämförelsesiffror

Verksamheterna utvecklades starkt under Q1 2023 och nettoomsättningen steg med 9,9 procent, trots relativt utmanande jämförelsetal med fjolåret. Som förväntat har Covid-19-intäkterna fallit brant och minskade till EUR 4,6 m (65,5). Minskningen har motverkats av stark underliggande efterfrågan samt kompenserats av nyetableringar och förvärv. Nettoomsättningen under perioden var klart över såväl våra som konsensus förväntningar. I övrigt var rapporten i linje med förväntningarna i absoluta tal, men marginalerna något svagare, se nedanstående sammanställning. Det vi tar med oss från rapporten är en fortsatt bra underliggande marknad och att rapporten visar att marginalerna är på väg tillbaka, vilket bådar gott inför fortsättningen.

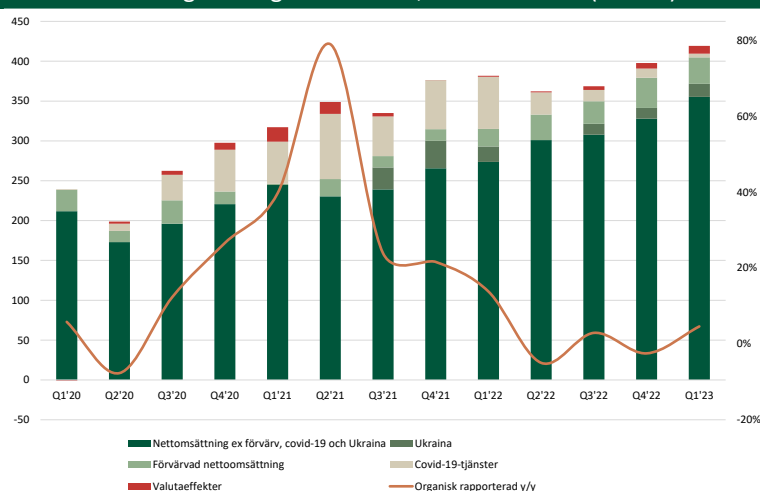
Utfall mot förväntningar Q1 2023 (EUR m)

	Q1 2023				Q1 2022	
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Konsensus	Diff (Abs.)
Nettoomsättning	419,3	407,6	11,7	2,9%	407,2	12,1
Kostnader för medicinska tjänster	-329,5	-320,4	-9,1	-2,8%		
Bruttoresultat	89,8	87,2	2,6	3,0%		
Distributions- och marknadsföringskost.	-18,4	-18,7	0,3	1,6%		
Administrationskostnader	-60,7	-57,5	-3,2	-5,6%		
EBITDA	54,3	54,7	-0,4	-0,7%	54,6	-0,3
EBIT	10,7	11,0	-0,3	-2,7%	10,6	0,1
Resultat före skatt	3,0	2,9	0,1	3,4%	0,7	2,3
Skatt	-0,9	-0,7	-0,2	-28,6%		
Nettoresultat	2,1	2,2	-0,1	-4,5%	0,4	1,7
EPS (EUR)	0,010	0,010	0	0,0%	0,000	0,0
EBITDA (justerat)	57,4	57,9	-0,5		56,1	1,3
EBITDAal (justerat)	33,7	34,3	-0,6			
Bruttomarginal	21,4%	21,4%	0,0%			
EBITDA-marginal	13,0%	13,4%	-0,5%		13,4%	-0,5%
EBITDA-marginal (just.)	13,7%	14,2%	-0,5%		13,8%	-0,1%
EBIT-marginal	2,6%	2,7%	-0,1%		2,6%	-0,1%

Källa: EPB, Infront, Bolaget

Den organiska tillväxten var relativt blygsam på 4,6 procent till följd av de lägre Covid-19-intäkterna, men utvecklas i en positiv riktning från att tillfälligt varit negativ i Q4 2022. Exkluderat Covid-19-intäkterna, så får vi en helt annan bild av verksamheten som visar på robust underliggande tillväxt med en ökning på 24,6 procent jämfört med samma period i fjol. Genomförda prisökningar har i allt högre grad fått genomslag samtidigt som volymerna fortsätter att öka.

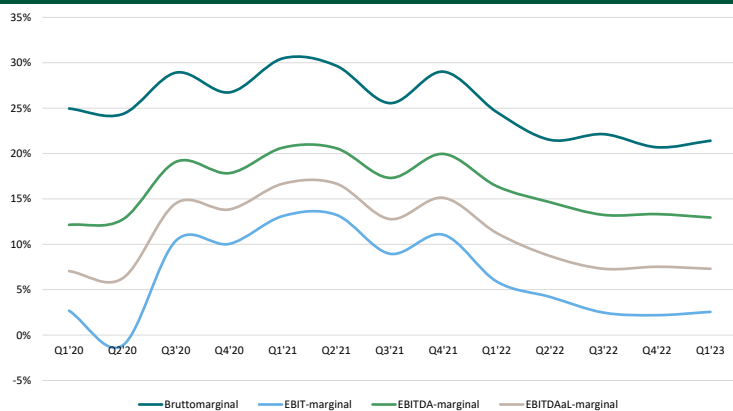
Nettoomsättning och organisk tillväxt, 2020-Q1 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

Som vi nämnde ovan var marginalerna något svagare än vad vi hade räknat med. Ingen dramatisk avvikelse, utan det viktigaste är att vi fått en bekräftelse på att bruttomarginalen vänder uppåt och vi förväntar oss att andra marginaler gradvis kommer att förbättras framåt.

Marginalutveckling 2020-Q1 2023



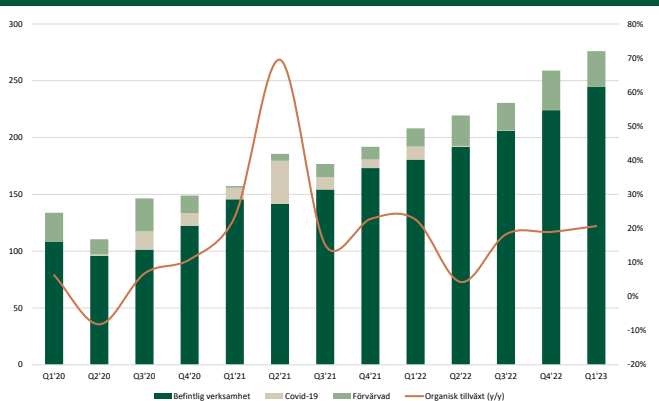
Källa: EPB, Bolaget

Vi vill även påminna om att lönsamheten fortsatt påverkas av de omfattande investeringar som gjorts i ny kapacitet de senaste åren. En stor andel av de nya enheterna har ännu en relativt låg beläggningsgrad och att fylla upp dessa utgör en viktig kugge för att driva en hög tillväxt under de kommande åren och för att förbättra lönsamheten. Ledningen verkar inte särskilt oroad över denna uppgift, men påpekar att det tar viss tid att etablera nya sjukhus. Bolaget har dragit ned på investeringstakten i år, men kommer ändå öppna nya sjukhus och kliniker i exempelvis Indien och Rumänien under året. Nivåerna är dock lägre, vilket stärker vår tro på bättre lönsamhet framåt.

Urstarkt inom Healthcare Services

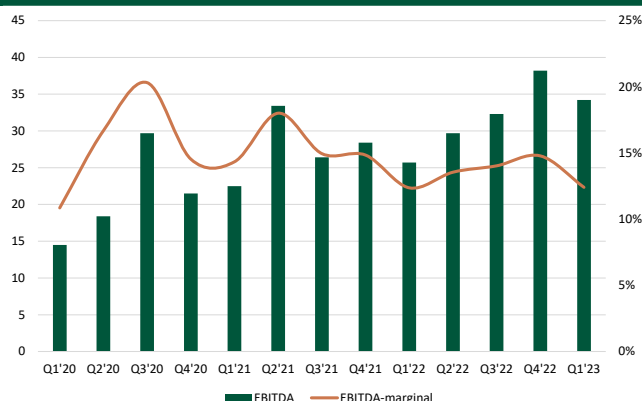
Återigen är det inom Healthcare Services, där tillväxten är som starkast. Nettoomsättningen ökade med 32,7 procent till EUR 276,1 m (208,1). Organiskt landade tillväxten på 20,6 procent. Exkluderat Covid-19-intäkter låg tillväxten på 27,7 procent, där 12,1 procentenheter kommer från prisökningar. Bolaget indikerar att de underliggande förutsättningarna är fortsatt gynnsamma, vilket exempelvis visar sig i abonnemangsaffären som uppvisade en 8 procentig ökning av antalet medlemmar till 1,7 miljoner och 18 procentig ökning i intäkterna.

Nettoomsättning per kvartal 2020-Q1 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal (EUR m)

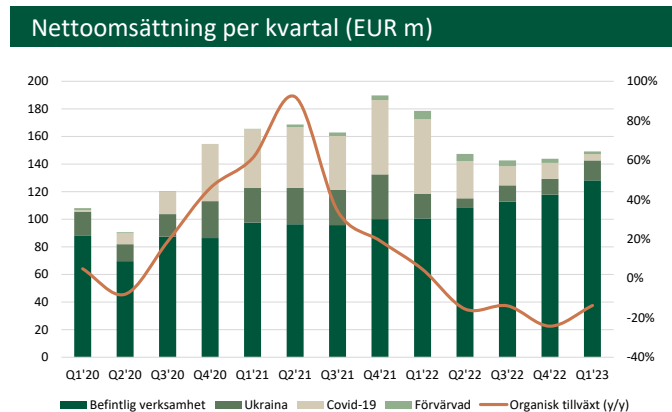


Källa: EPB, Bolaget

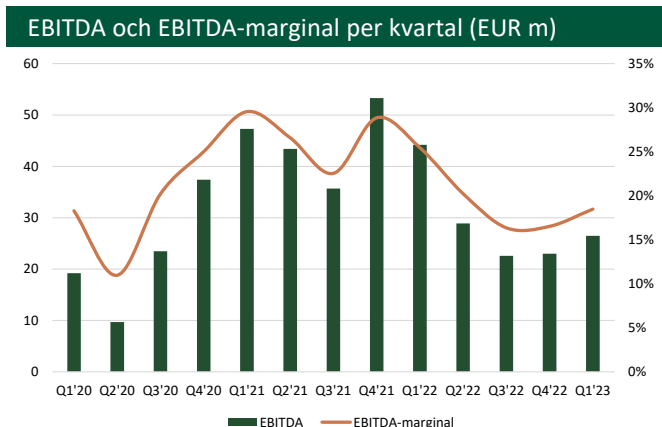
Som vi tog upp ovan om sämre marginaler från nya enheter. Detta är mest påtagligt inom Healthcare Services, där huvuddelen av investeringarna i ny kapacitet har gjorts. Med det sagt visar bolaget bra lönsamhetsförbättring med en EBITDA på EUR 34,2 m (25,4). Exkluderat påverkan av Covid-19, så var vinstökning hela 46,7 procent.

Underliggande tillväxt inom Diagnostic Services

Under Q1'23 sjönk försäljningen med 16,5 procent till EUR 149,1 m (178,5). Covid-19-intäkterna uppgick under perioden till EUR 4,6 (54,0). Den underliggande tillväxttakten exkluderat Covid uppgick till fina 19,5 procent. Även det ryska anfallskriget i Ukraina har haft en negativ påverkan. Vi gläds dock över att bolaget har fortsatt verka i landet och har på ett remarkabelt sätt lyckas hålla uppe en stor del av verksamheten och redovisar en nettoomsättning i Ukraina på EUR 14,4 m (18,0).



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Tyskland är den största marknaden inom divisionen och stod för 48 procent av omsättningen. Priserna i Tyskland är i hög grad offentligt styrda och här har inte några justeringar gjorts. Bolaget har dock till viss del kunnat kompensera sig för ett högt kostnadstryck inom den kontantbetalda delen (70 procent av divisionen), vilket bidrar till att lyfta lönsamheten, se ovan.

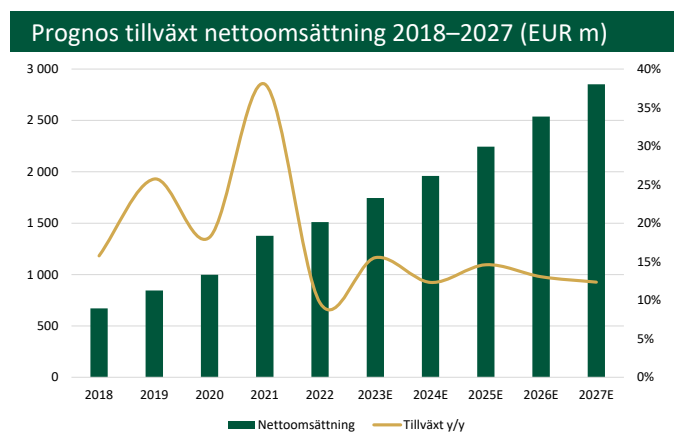
Prognosuppdatering

Vi gör generellt inga dramatiska estimatförändringar efter Q1'23-rapporten. Den fina starten på 2023 motiverar oss dock att justera upp våra tillväxtprognoser något. Vi får en känsla av ett starkt underliggande marknadsklimat, vilket kan betyda att vi är fortsatt något för konservativa i våra prognoser. På lönsamhetssidan väljer vi att inta en aning mer försiktig inställning till hur snabbt lönsamheten kommer att förbättras, se nedan.

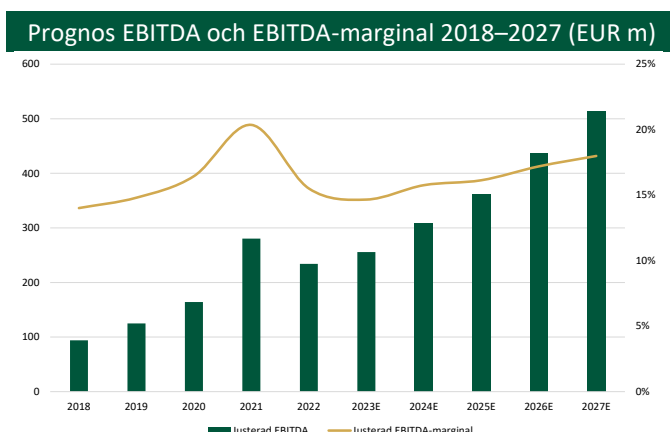
Prognosförändringar (EUR m)			2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya		1744,7	1959,4	2245,4
	Tidigare		1689,6	1931,9	2204,3
	Diff		3,3%	1,4%	1,9%
Bruttoresultat	Nya		392,3	464,4	547,9
	Tidigare		377,7	463,7	546,7
	Diff		3,9%	0,1%	0,2%
EBITDA adj.	Nya		257,0	311,8	365,0
	Tidigare		256,3	314,2	365,1
	Diff		0,3%	-0,8%	0,0%
EPS adj. (EUR)	Nya		0,208	0,312	0,436
	Tidigare		0,248	0,325	0,459
	Diff		-16,0%	-3,9%	-5,0%
Bruttomarginal	Nya		22,5%	23,7%	24,4%
	Tidigare		22,4%	24,0%	24,8%
	Diff		0,1%	-0,3%	-0,4%
EBITDA adj-marginal	Nya		14,7%	15,9%	16,3%
	Tidigare		15,2%	16,3%	16,6%
	Diff		-0,5%	-0,4%	-0,3%

Källa: EPB, Bolaget

Som sagt gör vi begränsade estimatförändringar och vi räknar fortsatt med en bra utveckling för Medicover kommande år. I våra estimat nedan har vi inte lagt med förvärv, som kan ge viss ytterligare uppsida, framför allt för tillväxten.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Efter justeringarna är vi än mer troende på att bolaget kommer att kunna nå sina finansiella mål för 2025, se nedan. En annan viktig anledning till vår tilltro till de finansiella målen är bolagets historik av att leverera på tidigare uppsatta mål.

Finansiella mål och våra förväntningar 2025

	2022	2025	2025 (EPB)
Nettoomsättning (EUR m)	1 510	2 200	2 245
Justerat EBITDA (EUR m)	234	350	362
Kapitalstruktur			
Lån med avdrag för likvida medel & kortfristiga placeringar / justerad EBITDAaL ≤ 3,5x			2,2

Källa: EPB, Bolaget

Nedan visas detaljerade prognoser per kvartal.

Kvartalsprognoser 2021-2023 (EUR m)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	317,2	348,9	335,0	376,3	381,7	362,2	368,6	397,7	419,3	425,3	437,9	462,3
Kostnader för medicinska tjänster	-220,5	-245,4	-249,4	-267,1	-287,9	-284,3	-287,0	-315,4	-329,5	-332,1	-337,1	-353,6
Bruttoresultat	96,7	103,5	85,6	109,2	93,8	77,9	81,6	82,3	89,8	93,1	100,7	108,6
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-13,9	-15,0	-12,9	-16,3	-15,9	-15,6	-16,8	-18,2	-18,4	-18,7	-19,3	-19,9
Administrationskostnader	-41,2	-42,3	-42,7	-51,3	-55,4	-47,1	-55,7	-55,4	-60,7	-60,0	-61,3	-62,4
Rörelseresultat (EBIT)	41,6	46,2	30,0	41,6	22,5	15,2	9,1	8,7	10,7	14,5	20,1	26,3
Övriga intäkter och kostnader	-0,1	0,2	0,7	-0,1	1,3	-4,6	0,4	-0,3	7,9	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	-15,6	-10,6	-10,9	-11,6
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	3,0	3,8	9,2	14,8
Skatt	-10,2	-11,9	-6,0	-9,1	-4,8	-1,1	0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-2,6	-4,1
Periodens resultat	26,3	33,5	18,4	28,4	12,3	2,9	-3,4	2,2	2,1	2,7	6,6	10,7
Avskrivningar och nedskrivningar	23,9	25,6	28,0	33,5	40,1	37,8	39,7	44,3	43,6	42,5	42,5	42,6
EBITDA	65,5	71,8	58,0	75,1	62,6	53,0	48,8	53,0	54,3	57,0	62,6	69,0
Avskrivningar och nedskrivningar av nyttjanderättstillgångar	-9,8	-10,5	-11,6	-13,8	-14,9	-16,1	-16,1	-17,0	-17,6	-17,6	-18,0	-18,0
Ränta på leasingsskulder	-2,8	-3,2	-3,6	-4,4	-4,8	-5,4	-5,8	-6,1	-6,1	-5,8	-6,0	-6,1
EBITDAaL	52,9	58,2	42,8	56,9	42,9	31,5	26,9	29,9	30,6	33,5	38,7	44,9
Justerad EBITDA	66,9	74,1	60,7	78,8	67,5	56,2	52,8	57,7	57,4	60,2	65,8	72,4
Justerad EBITDAaL	54,3	60,5	45,5	60,6	47,8	34,7	30,9	34,6	33,7	36,7	41,9	48,3
Tillväxt y/y	32,8%	75,5%	27,6%	26,4%	20,3%	3,8%	10,0%	5,7%	9,9%	17,4%	18,8%	16,2%
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%	21,9%	23,0%	23,5%
EBIT-marginal	13,1%	13,2%	9,0%	11,1%	5,9%	4,2%	2,5%	2,2%	2,6%	3,4%	4,6%	5,7%
EBITDA-marginal	20,6%	20,6%	17,3%	20,0%	16,4%	14,6%	13,2%	13,3%	13,0%	13,4%	14,3%	14,9%
EBITDAaL-marginal	16,7%	16,7%	12,8%	15,1%	11,2%	8,7%	7,3%	7,5%	7,3%	7,9%	8,8%	9,7%
Justerad EBITDA-marginal	21,1%	21,2%	18,1%	20,9%	17,7%	15,5%	14,3%	14,5%	13,7%	14,1%	15,0%	15,7%
Justerad EBITDAaL-marginal	17,1%	17,3%	13,6%	16,1%	12,5%	9,6%	8,4%	8,7%	8,0%	8,6%	9,6%	10,4%

Källa: EPB, Bolaget

Värdering och aktien

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 respektive affärsdivision och därefter använder vi nedan beskrivna terminala antaganden. De framtida kassaflödena diskonteras med en WACC om 8,5 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 227 kr (224) per aktie, se nedan.

DCF-antaganden och värdering			
Värdering (mkr)		WACC-antaganden	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 044	Riskfri ränta	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 876	Riskpremie	5,0%
Företagsvärde (EV)	3 920	Småbolagspremie	0,0%
Nettoskuld inkl. leasing, senast rapporterad	876	Extra risk-premie	0,5%
		WACC	8,5%
Eget kapital	3 044	Antaganden terminalvärde	
Antal utstående aktier, full utspädning	151,9	Uthållig tillväxt	3,0%
Eget kapital per aktie (SEK)	226,8	Uthållig EBIT-marginal	12,0%
Källa: EPB, Bolaget		Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
		Capex, % av omsättning	-4,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning	1,2%
		Skattesats	26,0%

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

		Uthållig EBIT-marginal				
		10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
WACC	7,5%	254	282	310	338	366
	8,0%	216	239	264	287	311
	8,5%	186	206	227	247	268
	9,0%	161	179	197	214	233
	9,5%	141	156	172	187	203

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,5%	250	277	310	352	406
	8,0%	217	238	264	295	334
	8,5%	190	207	227	251	280
	9,0%	167	181	197	216	239
	9,5%	148	159	172	187	206

Källa: EPB

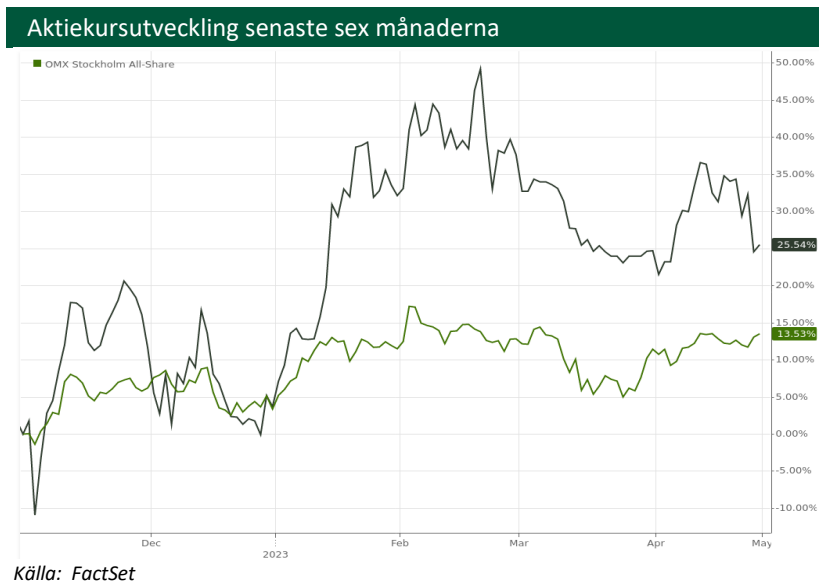
I vår multipelvärdering använder vi ett snittvärde av EV/S och EV/EBITDA för jämförbara bolag för 2023 och 2024, där en sammanvägning ger oss ett värde om 228 kr (228). De multiplar vi använder oss av är baserade på nedanstående urval.

Värderingsmultiplar av jämförbara internationella bolag				
	EV/S		EV/EBITDA	
	2023	2024	2023	2024
Apollo Hospitals	3,6x	3,1x	27,0x	21,8x
Fortis Healthcare	3,1x	2,8x	16,7x	14,3x
IHH Healthcare	3,2x	3,0x	13,5x	12,7x
Med Life	1,7x	1,7x	11,0x	9,7x
Ramsay Healthcare	1,7x	1,6x	11,7x	10,6x
Sonic Healthcare	2,3x	2,3x	10,5x	10,2x
Synlab	1,4x	1,3x	8,1x	7,3x
Medel	2,4x	2,3x	14,1x	12,4x
Median	2,3x	2,3x	11,7x	10,6x
Medicover (EPB)	1,8x	1,6x	12,1x	10,0x

Källa: EPB, FactSet

Apollo Hospitals och Fortis Healthcare är verksamma på den indiska marknaden och handlas till avsevärt högre multiplar än snittet. I andra vågskålen har vi de renodlade diagnostikservice-bolagen, så som Sonic Healthcare och Synlab, vilka handlas betydligt lägre multiplar. Det är framför allt olika förväntningar på tillväxten som 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 snarare förtjänar att handlas till en premie mot sina närmaste peers på den europeiska marknaden.

Senaste sex månaderna har aktien utvecklats bättre än det breda indexet för Stockholmsbörsen. Vi bedömer att det finns mer att hämta när marginalförbättringar blir alltmer tydliga och den underliggande tillväxt i verksamheten synliggörs.



Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	580	672	844	998	1 377	1 510	1 745	1 959	2 245
Totala intäkter	580	672	844	998	1 377	1 510	1 745	1 959	2 245
Kostnad sålda varor	-438	-507	-638	-734	-982	-1 175	-1 352	-1 495	-1 698
Bruttoresultat	142	164	207	264	395	336	392	464	548
Försäljningskostnader	-29	-35	-45	-43	-58	-67	-76	-86	-97
Administrationskostnader	-85	-95	-115	-159	-178	-214	-244	-268	-305
Övriga rörelsekostnader	53	57	74	96	111	162	172	186	203
EBITDA	82	91	121	158	270	217	244	296	349
Jämförelsestörande poster	-3	-3	-4	-7	-10	-17	-13	-16	-16
EBITDA, justerad	84	94	125	164	281	234	257	312	365
Avskrivningar	-53	-57	-74	-96	-111	-162	-172	-186	-203
EBITA, justerad	32	37	51	68	170	72	85	125	162
EBIT	29	34	47	61	159	56	72	110	146
EBIT, justerad	32	37	51	68	170	72	85	125	162
Finansnetto	-1	-2	-13	-24	-16	-36	-41	-61	-72
Resultat före skatt	28	32	33	37	144	20	31	49	74
Resultat före skatt, justerad	31	35	38	44	154	37	44	65	90
Total skatt	-8	-8	-9	-10	-37	-6	-9	-13	-20
Minoritetsintressen	-	-	-2	-2	-5	-2	-3	-4	-4
Nettoresultat	20	24	23	26	102	12	19	32	50
Nettoresultat, justerad	23	28	27	32	112	29	32	47	66
Intäkstillväxt	-	16%	26%	18%	38%	10%	16%	12%	15%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	22,5%	23,7%	24,4%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	4,8%	6,4%	7,2%
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,21	0,31	0,44
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	10%	50%	40%

Källa: Medicover, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	29	34	47	61	159	56	72	110	146
Övriga kassaflödesposter	47	49	64	95	98	154	158	191	204
Förändringar i rörelsekapital	1	-8	-24	-1	-41	-40	14	-42	-40
Kassaflöde från den operationella verksamheten	77	74	87	156	217	170	243	259	310
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-100	-170	-193
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-100	-170	-193
Fritt kassaflöde	23	-42	-54	30	-117	-15	143	88	116
Förändring av skulder	5	35	49	-14	175	-7	-92	-89	-91
Utdelningar	0	0	0	0	-10	-18	-18	-24	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	5	35	49	-14	164	-24	-109	-113	-121
Kassaflöde	28	-7	-6	16	47	-39	34	-25	-4
Nettoskuld	127	218	417	281	489	891	891	1 007	1 118

Källa: Medicover, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	127	150	293	289	372	496	509	539	577
Övriga immateriella tillgångar	36	51	75	65	75	126	127	137	150
Materiella anläggningstillgångar	148	164	253	258	319	445	441	474	525
Finansiella anläggningstillgångar	32	57	17	30	39	35	36	34	32
Övriga anläggningstillgångar	110	117	166	180	327	396	412	470	530
Summa anläggningstillgångar	453	540	804	822	1 133	1 497	1 525	1 654	1 815
Varulager	31	30	37	53	72	58	59	76	85
Kundfordringar	82	92	142	149	202	228	230	274	312
Övriga omsättningstillgångar	2	28	2	0	3	0	2	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	45	38	35	87	275	49	74	49	45
Summa omsättningstillgångar	161	189	216	289	552	335	365	403	445
SUMMA TILLGÅNGAR	614	728	1 020	1 111	1 684	1 832	1 890	2 057	2 260
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	300	318	360	484	562	509	514	526	551
Summa eget kapital	300	318	360	484	562	509	514	526	551
Långfristiga räntebärande skulder	53	126	164	153	375	473	460	480	520
Långfristiga leasingsskulder	86	96	142	165	300	365	386	451	507
Övriga långfristiga skulder	52	58	72	81	122	129	124	151	170
Summa långfristiga skulder	190	281	378	399	797	967	970	1 081	1 198
Kortfristiga räntebärande skulder	4	5	112	15	43	42	51	54	56
Leverantörsskulder	66	78	115	149	182	182	206	239	278
Kortfristiga leasingsskulder	30	29	34	34	46	60	68	73	80
Övriga kortfristiga skulder	24	18	21	29	54	72	80	85	98
Summa kortfristiga skulder	124	130	282	228	325	356	406	450	512
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	614	728	1 020	1 111	1 684	1 832	1 890	2 057	2 260

Källa: Medcover, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	16%	26%	18%	38%	10%	16%	12%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	33%	31%	71%	-17%	10%	21%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	18%	37%	34%	>100%	-57%	17%	48%	29%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	10%	50%	40%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	22,5%	23,7%	24,4%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	14,4%	14,0%	15,1%	15,5%
EBITDA-marginal, justerad	14,5%	14,0%	14,8%	16,4%	20,4%	15,5%	14,7%	15,9%	16,3%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	3,7%	4,1%	5,6%	6,5%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	4,8%	6,4%	7,2%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,1%	3,2%	3,2%	8,1%	1,9%	1,8%	2,4%	3,0%

Källa: Medcover, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	9%	8%	8%	21%	5%	6%	9%	12%
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%	3%	4%	4%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	14%	17%	15%	15%	15%	13%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	15%	15%	18%	20%	19%	16%	15%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	22%	39%	27%	29%	28%	27%	27%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	8%	5%	2%	3%	2%	0%	2%	1%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,2x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,2x	1,2x	1,3x

Källa: Medcover, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	127	218	417	281	489	891	891	1 007	1 118
Soliditet	49%	44%	35%	44%	33%	28%	27%	26%	24%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,7x	1,2x	0,6x	0,9x	1,8x	1,7x	1,9x	2,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	2,4x	3,5x	1,8x	1,8x	4,1x	3,7x	3,4x	3,2x

Källa: Medcover, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-	0,18	0,17	0,17	0,67	0,08	0,12	0,21	0,33
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,21	0,31	0,44
FCF per aktie	-	-0,31	-0,40	0,20	-0,77	-0,10	0,94	0,58	0,77
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	3,35	3,38	3,46	3,62
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

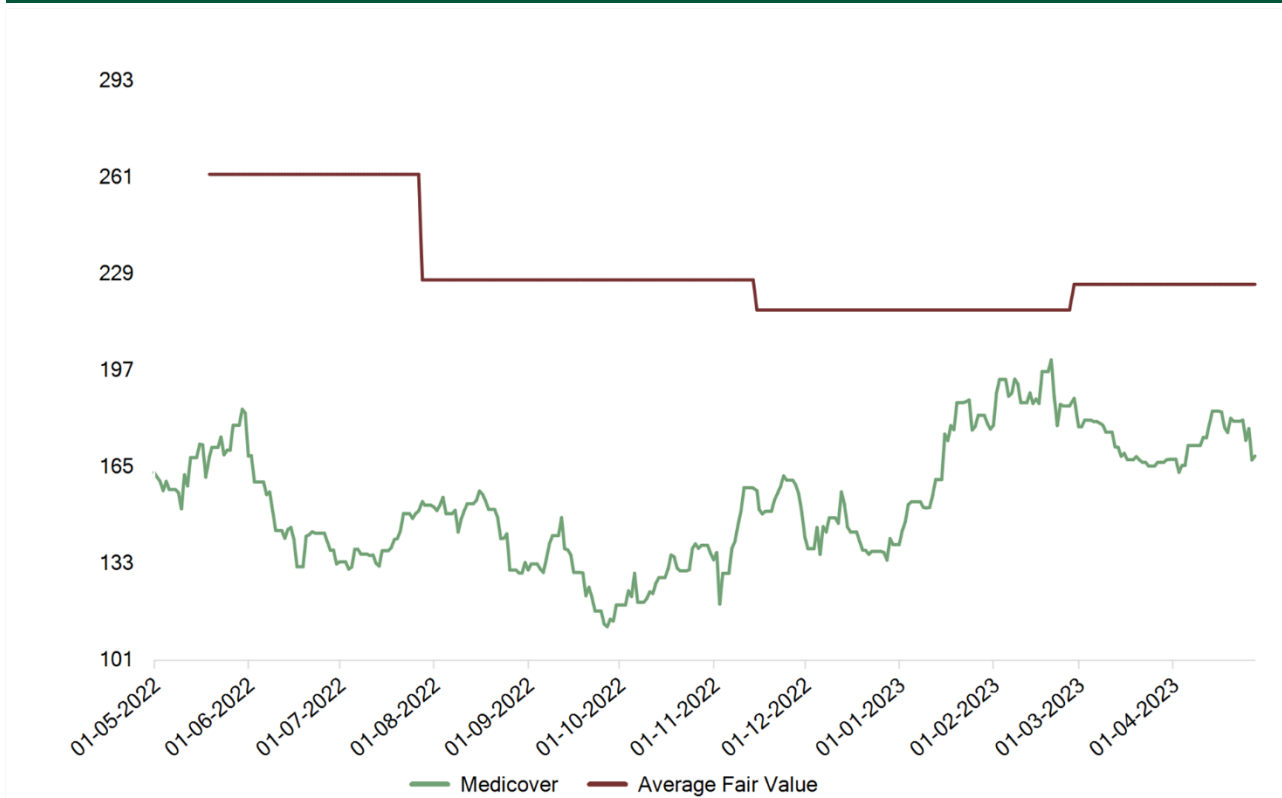
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	35,6x	52,4x	76,0x	48,8x	66,1x	71,7x	47,8x	34,3x
P/EK	Neg.	3,1x	3,9x	5,1x	9,7x	3,8x	4,4x	4,3x	4,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	82,9x	Neg.	Neg.	15,8x	25,7x	19,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.	Neg.	6%	4%	5%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	1,0%	1,1%	1,3%	2,0%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	32,6%	16,3%	63,1%	76,8%	64,0%	68,8%
EV/Sales	0,2x	1,8x	2,1x	2,7x	4,2x	1,8x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	1,5x	12,6x	14,4x	16,5x	20,8x	11,8x	12,0x	9,9x	8,5x
EV/EBIT, justerad	4,0x	31,9x	35,4x	39,8x	34,4x	38,1x	36,6x	24,7x	19,1x
EV	127	1 185	1 797	2 705	5 825	2 756	3 092	3 092	3 092
Aktiekurs	6,4	7,2	10,3	16,3	36,0	12,6	14,9	14,9	14,9

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