

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.

Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	77	81	89	104	120	134
Övriga rörelseintäkter	5	8	9	11	13	14
Totala intäkter	82	88	98	115	132	148
Kostnad sålda varor	-21	-19	-19	-20	-21	-22
Bruttoresultat	61	69	79	95	111	126
Försäljningskostnader	-34	-44	-46	-48	-50	-53
Övriga rörelsekostnader	-20	-23	-21	-25	-28	-31
EBITDA	7	2	12	22	33	42
EBITDA, justerad	7	2	12	22	33	42
EBITA, justerad	7	2	12	22	33	42
Amortering	-15	-10	-10	-10	-11	-12
EBIT	-8	-8	1	12	22	30
EBIT, justerad	-8	-8	1	12	22	30
Finansnetto	-1	0	-1	0	0	0
Resultat före skatt	-9	-8	1	12	22	30
Resultat före skatt, justerad	-9	-8	1	12	22	30
Total skatt	0	1	0	-2	-5	-6
Nettoresultat	-9	-7	0	9	17	23
Nettoresultat, justerad	-9	-7	0	9	17	23
Intäktstillväxt	-	7%	11%	17%	15%	12%
Bruttomarginal	78,8%	85,7%	89,2%	91,2%	93,2%	94,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	1,6%	11,7%	18,3%	22,4%
EPS, justerad	-0,29	-0,24	0,01	0,30	0,56	0,77
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	86%	38%

Källa: MedHelp Care, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-8	-8	1	12	22	30
Övriga kassaflödesposter	17	10	9	7	6	5
Förändringar i rörelsekapital	7	-16	3	3	2	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	16	-14	13	22	30	38
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-23	-11	-13	-15	-17	-20
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-23	-11	-13	-15	-18	-20
Fritt kassaflöde	-7	-25	0	7	13	18
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
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	45	8	-2	-3	-8	-13
Kassaflöde	38	-17	-2	4	5	5
Nettoskuld	-25	2	0	-5	-12	-20

Källa: MedHelp Care, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	7	6	6	5	4	3
Övriga immateriella tillgångar	36	38	41	47	55	63
Övriga anläggningstillgångar	0	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	43	46	49	54	60	68
Kundfordringar	8	13	7	8	10	11
Övriga omsättningstillgångar	5	5	6	7	8	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	19	16	18	22	25
Summa omsättningstillgångar	49	37	28	33	39	44
SUMMA TILLGÅNGAR	92	83	77	87	99	113
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	46	38	37	45	57	71
Summa eget kapital	46	38	37	45	57	71
Långfristiga räntebärande skulder	7	15	12	9	5	0
Övriga långfristiga skulder	0	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	7	15	13	10	6	1
Kortfristiga räntebärande skulder	2	5	2	3	3	3
Leverantörsskulder	7	9	9	11	12	14
Kortfristiga leasingkulder	1	1	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	29	13	14	17	20	22
Summa kortfristiga skulder	39	29	27	32	36	41
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	92	83	77	87	99	113

Källa: MedHelp Care, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	7%	11%	17%	15%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-70%	>100%	88%	51%	26%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	81%	36%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	>100%	86%	38%
Bruttomarginal	78,8%	85,7%	89,2%	91,2%	93,2%	94,2%
EBITDA-marginal	8,5%	2,4%	13,2%	21,2%	27,7%	31,2%
EBITDA-marginal, justerad	8,5%	2,4%	13,2%	21,2%	27,7%	31,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,6%	11,7%	18,3%	22,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	1,6%	11,7%	18,3%	22,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	0,5%	8,9%	14,3%	17,6%

Källa: MedHelp Care, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	1%	22%	34%	37%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	3%	22%	35%	42%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	31%	52%	63%

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%	35%	37%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	-28%	-5%	-11%	-12%	-11%	-11%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,5x	1,9x	2,0x	2,0x	1,9x

Källa: MedHelp Care, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-25	2	0	-5	-12	-20
Soliditet	50%	46%	48%	52%	57%	63%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-3,8x	1,1x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,5x

Källa: MedHelp Care, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,29	-0,24	0,01	0,30	0,56	0,77
EPS, justerad	-0,29	-0,24	0,01	0,30	0,56	0,77
FCF per aktie	-0,23	-0,83	0,01	0,23	0,42	0,59
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	1,50	1,25	1,22	1,48	1,86	2,33
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.	247,0x	10,8x	5,8x	4,2x
P/EK	4,3x	2,7x	2,7x	2,2x	1,7x	1,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	500,5x	14,4x	7,8x	5,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	0%	7%	13%	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	8,6x	4,6x	3,0x	2,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	70,8x	8,3x	4,6x	3,4x
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-analyser 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 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 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