This report was completed and disseminated 31 juli 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 31 juli 2023

Medicover

Pilarna pekar i rätt riktning

Rapporten bekräftar vår syn

Rapporten för det andra kvartalet var odramatisk och siffrorna kom in i linje med våra förväntningar. Nettoomsättningen steg med 17,2% (3,8%), med en underliggande tillväxt på 22,0% (20,6%). Kostnadstrycket har fortsatt att vara påtagligt, men genomförda prisökningar har börjat få genomslag och det har nu börjat ge avtryck på marginalerna. Ledningen ser visserligen fortsatt löneinflation, men ser att det normaliseras och indikerar att marginalerna har förbättringspotential under resten av 2023 och in i 2024, vilket ligger i linje med vår förväntansbild.

Affärsdivisionerna åt olika håll

Healthcare Services utvecklades starkt. Bra underliggande efterfrågan och prisökningar har haft önskvärd effekt på lönsamheten som är tillbaka på goda nivåer. Att öka beläggningsgraden i nya enheter blir viktigt för att nå högre nivåer. Även för Diagnostic Services var den underliggande utvecklingen bra, men sjunkande Covid-19-testning och avyttring av verksamheten i Belarus i Q1'23 tyngde, varför nettoomsättningen minskade med -6,3%. Marginalerna var pressade och klart under sina historiska nivåer. Här pågår effektiviseringar. Därtill finns behov av högre ersättningsnivåer i Tyskland, men i nuläget finns inget besked om när det kan komma.

Tydlig uppsida

Efter Q2-rapporten har vi gjort begränsade förändringar i våra prognoser. Mot bakgrund av dessa gör vi en mindre förändring av vårt motiverade värde som justeras upp till 227–230 kr (226-228) per aktie. Som vi varit inne på är bolaget och aktien i ett intressant läge i ett kortare perspektiv, då den underliggande tillväxten i verksamheterna och marginalförbättringar kommer att bli alltmer synliga i kommande rapporter. Vi ser en fundamental uppsida och aktien handlas med en rabatt mot sina peers.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-0,7%	0,5%	0,0%
EBITDA, just.	-0,9%	-4,6%	-3,1%
EPS, just.	-4,4%	3,0%	12,8%

Kommande händelser

Q3 - rapport	03 november 2023
Q4 - rapport	09 februari 2024

Bolagsfakta (m€)

Antal aktier	148m
Börsvärde	2 064
Nettoskuld	911
EV	2 976
Free float	39%
Daglig handelsvolym, snitt	18k
Bloomberg Ticker	MCOVB SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

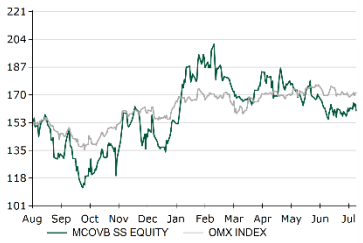
Prognos (m€)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	1 510	1 732	1 969	2 245
Tillväxt	10%	15%	14%	14%
EBITDA, just.	234	255	297	354
EBIT, just.	72	74	110	151
EPS, just.	0,2	0,2	0,3	0,5
EPS-tillväxt, just.	-74%	5%	61%	53%
EK/aktie	3,3	3,5	3,7	4,0
Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,3
EBIT-marginal	3,7%	3,6%	4,8%	6,0%
ROE, just.	5,4%	5,8%	8,9%	12,8%
ROCE, just.	5,2%	5,0%	7,0%	9,1%
EV/Sales	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
EV/EBITDA	11,8x	11,7x	10,0x	8,4x
EV/EBIT	38,1x	40,0x	27,0x	19,7x
P/E, just.	66,1x	69,8x	43,2x	28,3x
P/EK	3,8x	3,9x	3,8x	3,5x
Direktavkastning	1,0%	1,2%	1,4%	2,2%
FCF yield	-	6%	5%	5%
Nettoskuld/EBITDA	4,1x	3,8x	3,5x	3,1x

Värde och risk

Motiverat värde	227 - 230 SEK
Aktiekurs	160 SEK
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Medicover är ett tillväxtbolag med en imponerande historik av att öka sin verksamhet (~18% CAGR senaste tio åren). I nuläget ser vi inget som tydligt hindrar denna resa från att 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 på marknader där bolaget agerar, i Östeuropa och Indien, är underutbyggd och underfinansierad. Det skapar en efterfrågan av privat sjuk- och hälsovård, som blivit en viktig kugge i ländernas hälsovårdssystem. Dessa marknader har uppvisat och uppvisar en god ekonomisk utveckling som är högre än för mer mogna ekonomier i västra Europa och USA. Den positiva ekonomiska utvecklingen innebär en snabbt växande medelklass som efterfrågar bättre tillgång till kvalitativ hälsovård. Medicover är idag en ledande aktör på samtliga av sina marknader och det är tydliga inträdesbarriärer för nya spelare att komma in.

Medicover ger investerare en unik exponering mot snabbväxande hälsovårdsmarknader. Vi tycker att aktien är intressant utifrån vår fundamentala syn och den uppfattningen stärks av värderingen för jämförbara bolag. Medicover är ännu relativt oupptäckt, med ett begränsat institutionellt ägande.

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 % 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 % vardera) för att få med hur marknaden värderar liknande tillgångar. Efter uppdatering av våra prognoser justerar vi upp vårt motiverade värde till 227–230 kr (226–228).

Bra tillväxt och marginalerna förbättrades

Rapporten för det andra kvartalet var i nivå med våra förväntningar och visade på stark underliggande utveckling. Nettoomsättningen ökade y/y med 17,3%, trots att mer än EUR 27m för Covid-tjänster fallit bort jämfört med samma period i fjol. Med mildare Covid-19-varianter i omlopp minskar behovet av diagnos och att följa smittspridningen, varför det sedan en tid tillbaka har varit relevant att se detta som övergående intäkter. Rensat för Covid-19 uppgick den organiska tillväxten till starka 22,0%, där prisökningar utgjorde knappt 10 procentenheter. Den underliggande efterfrågan fortsätter vara motståndskraftig och ledningen ger en bild av att det ännu inte syns några tydliga moln på himlen i deras verksamhet.

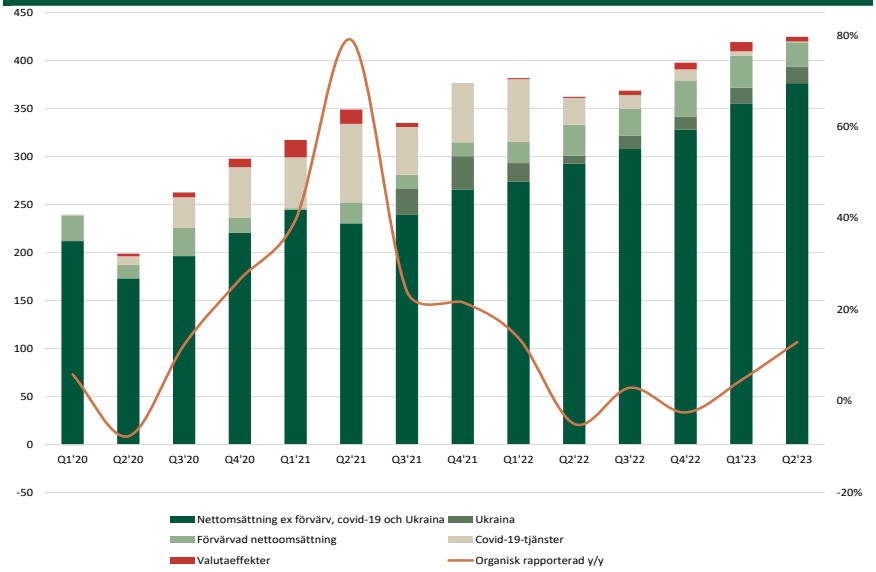
Avvikelsetabell, förväntningar mot utfall Q2 2023 (EURm)

			Q2 2023				Q2 2022
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Konsensus	Diff (Abs.)	
Nettoomsättning	424,7	425,3	-0,6	-0,1%	423,9	0,8	362,2
Kostnader för medicinska tjänster	-335,3	-332,1	-3,2	-1,0%			-284,3
Bruttoresultat	**89,4**	**93,1**	**-3,7**	-4,0%			**77,9**
Distributions- och marknadsföringsko:	-18,6	-18,7	0,1	0,5%			-15,6
Administrationskostnader	-57,6	-60,0	2,4	4,0%			-47,1
EBITDA	**58,3**	**57,0**	**1,3**	2,3%	**57,7**	**0,6**	**53,0**
EBIT	**13,2**	**14,5**	**-1,3**	-9,0%	**13,2**	**0,0**	**15,2**
Resutat före skatt	**9,7**	**3,8**	**5,9**	155,3%	**1,1**	**8,6**	**4,0**
Skatt	-2,5	-1,1	-1,4	-127,3%			-1,1
Nettoresultat	**7,2**	**2,7**	**4,5**	166,7%	**0,5**	**6,7**	**2,9**
EPS (EUR)	**0,037**	**0,013**	**0,024**	184,6%	**0,003**	**0,0**	**0,011**
EBITDA (justerat)	**61,1**	**60,2**	**0,9**		**59,3**	**1,8**	**56,2**
EBITDAaL (justerat)	**36,7**	**36,7**	**0,0**				**34,7**
Bruttomarginal	21,1%	21,9%	-0,8%				21,5%
EBITDA-marginal	13,7%	13,4%	0,3%		13,6%	0,1%	14,6%
EBITDA-marginal (just.)	14,4%	14,2%	0,2%		14,0%	0,4%	15,5%
EBIT-marginal	3,1%	3,4%	-0,3%		3,1%	0,0%	4,2%

Källa: EPB, Bolaget

Den organiska tillväxten uppgick under perioden till 12,9% och det är som sagt lägre Covid-19-testning som håller ned siffran. När vi skiftar till Q3-siffror så minskar Covid-19 i betydelse för jämförelsetalen, med EUR 14,2m i Q3'22 och till EUR 11,6m i Q4'22. Det kommer bidra till att bättre synliggöra den underliggande styrkan i verksamheten.

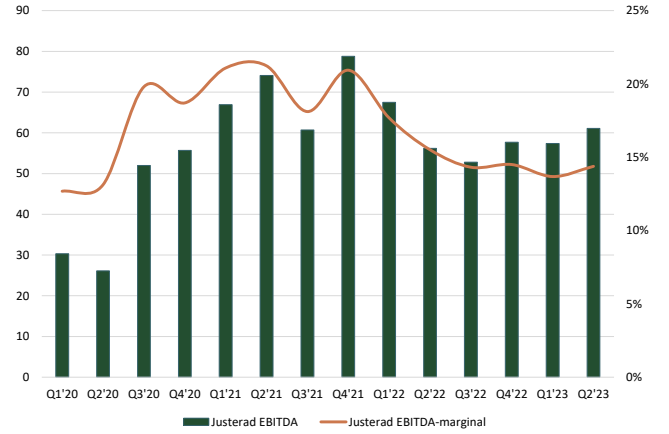
Nettoomsättning och organisk tillväxt, 2020-Q2 2023 (EURm, %)



Källa: EPB, Bolaget

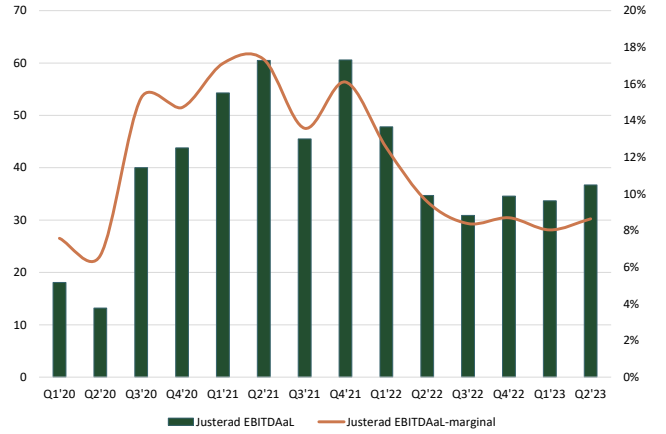
Lönsamheten i kvartalet kom in i nivå med våra förväntningar. EBITDA förbättrades till EUR 58,3m (53,0) och EBITDA-marginalen uppgick till 13,7% (14,6%). Vi ser lönsamhetsförbättringar q/q som bekräftar en positiv trend om att lönsamheten är på väg tillbaka. Vi ser även en liknande utveckling för EBITDAaL (EBITDA inkl. leasingkostnader).

Justerat EBITDA och marginal (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Justerat EBITDAaL* och marginal (EUR m, %)



*Källa: EPB, Bolaget, *inkl. leasingkostnader*

Bolaget räknar med ett visst, fortsatt lönetryck, men att takten sjunker mot normalare och mer hanterbara nivåer. Vi uppfattar en positiv grundton från ledningen om en bättre balans framåt och att de ser möjligheter att kunna leverera förbättringar av marginalerna under resten av året och in i 2024.

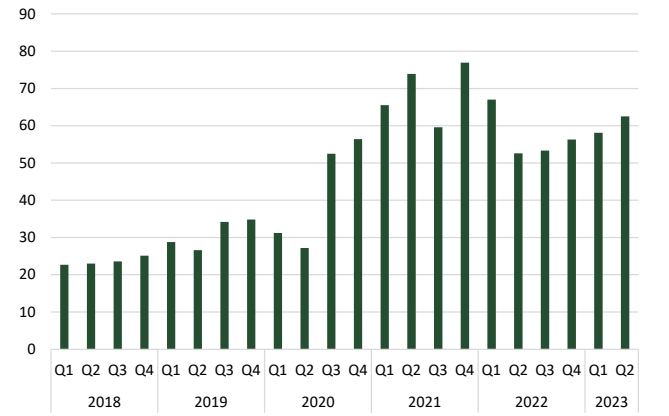
Som vi nämnt flera gånger under det senaste året, har Medicover genomfört omfattande investeringar i att sätta upp nya enheter och har genomfört förvärv. Utöver positiv underliggande utveckling på sina marknader är ökad beläggningsgrad viktigt för att lyfta lönsamheten till historiska nivåer. Under H1 2023 har en fortsatt hög andel nya enheter driftsatts. Exempelvis öppnades i juni ett nytt större sjukhus i Bukarest, en investering på över EUR 30m. Vi bedömer att det kan ta 18–24 månader innan en bra beläggningsgrad uppnås. Expansionstakten har varit som starkast i Indien de senaste åren och ytterligare tre sjukvårdsenheter kommer att öppnas under H2 2023.

Bra kassaflöden

Kassaflödet från den operativa verksamheten har varit stabilt stigande under de senaste åren och följer lönsamheten på EBITDA-nivå relativt väl. Cash conversion, de senaste tre åren uppgår, i genomsnitt, till strax under 80%.

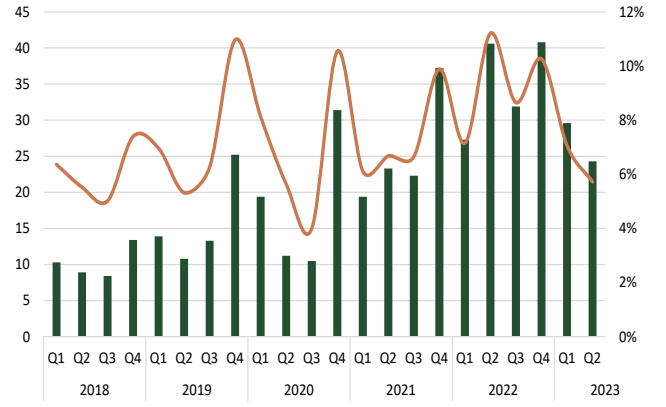
Efter investeringstunga år i ryggen går bolaget in i en period med lägre CAPEX-nivåer. Vi förväntar oss att CAPEX uppgår till EUR 106,4m (140,6) i år och taktar på omkring 6% av nettoomsättningen. Vi väntar oss inte någon dramatisk ökning under nästa år och därmed kommer skuldsättningen, i relation till lönsamheten, att sjunka i takt med ökade vinster under 2024.

Kassaflöde före förändringar av rörelsekap. (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

CAPEX och andel av försäljningen (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Utöver de egna kassaflödena finansierar Medicover sin expansion via lån. Nettoskulden (exkl. leasing) uppgick per den sista juni till EUR 478,2m. Bolagets skuldportfölj har en tonvikt mot längre löptider och de första mer väsentliga refinansieringarna väntas under 2025. Den genomsnittliga löptiden ligger på 4,5 år och genomsnittsräntan beräknas till 4,2% (2,0).

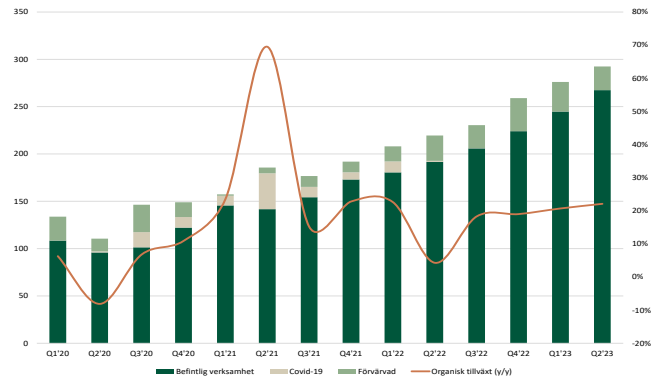
Skuldsättning i relation till lönsamhet är ett av bolagets finansiella mål, beräknat som nettoskuld (exkl. leasing) / justerat EBITDAaL (LTM). Den slog i målsättningstaket under Q2 2023 på 3,5x, vilket var väntat. När vi nu går in i H2 är det vår bedömning att den gradvis sjunker och kan hamna under 3,0x vid årsskiftet.

Healthcare Services utvecklades starkt

Affärsdivisionen Healthcare Service fortsätter att gå starkast och nettoomsättning steg till EUR 292,2m (219,3), en tillväxt y/y på 33,2%. I spåren av Covid-19 är det även här bolaget varit mest aktiva med förvärv och investeringar i nya enheter. Den organiska tillväxten uppgick till 22,1%, där pris uppges utgör cirka 12%. Den bild vi får från ledningen är att den underliggande efterfrågan är robust, utan tecken på avmattning.

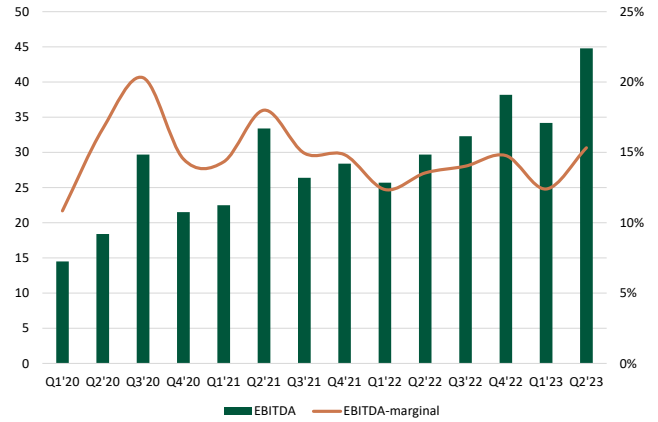
Lönsamheten och marginaler följer med intäkterna uppåt. Med ett visst avtagande tryck på löner under H2'23 bör den trenden och marginalförbättringar kunna fortsätta in i nästa år. Därtill är ökande kapacitetsutnyttjande betydelsefullt. Ledningen indikerar att det främst är prisökningarna som ligger bakom lönsamhetsförbättringarna under H1 2023 och att effekter av högre beläggningsgrad ännu inte börjat slå igenom i någon högre utsträckning.

Nettoomsättning per kvartal 2020-Q2 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

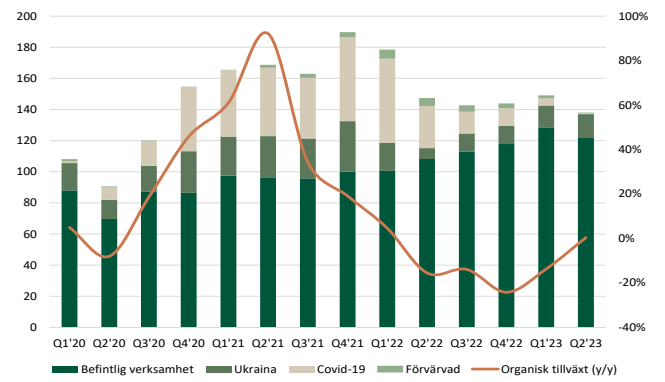
Minskad försäljning inom Diagnostic Services

Under det andra kvartalet sjönk nettoomsättningen med 6,3% till EUR 138,1m (147,4) och hamnade under vår förväntan på EUR 141,4m. Att vi låg något högre berodde främst på att vi underskattade effekten av avyttringen av verksamhet i Belarus (Vitryssland). Covid-19-intäkterna minskade till EUR 0,8m (27,0). Vår förväntan låg här på EUR 2,0m. Under rådande omständigheter räknar vi med att Covid-testning fortsätter att minska i betydelse och vi sätter våra prognoser till noll. Rensade siffror för Covid-19-testning under Q2'23 visar på en stark underliggande utveckling och en tillväxt på 21,0%.

Omkring 50% av intäkterna inom affärsområdet kommer från den tyska marknaden, där en betydande del ersätts via offentliga medel. Kostnadsökningar i spåren av inflationstrycket har ännu inte kompenserats med högre ersättningsnivåer. Detta tillsammans med en lägre Covid-testning förklarar den svaga lönsamheten under perioden, där EBITDA minskade till EUR 20,3m (28,9) och EBITDA-marginalen uppgick till 14,7% (19,6%). EBITDA-marginalen ligger nu klart under snittet för de senaste fem åren om 20,1%. Effektiviseringar genomförs för att vända marginaltrenden, men vi bedömer att höjda ersättningsnivåer i Tyskland krävs för att komma tillbaka och över historiska marginaler.

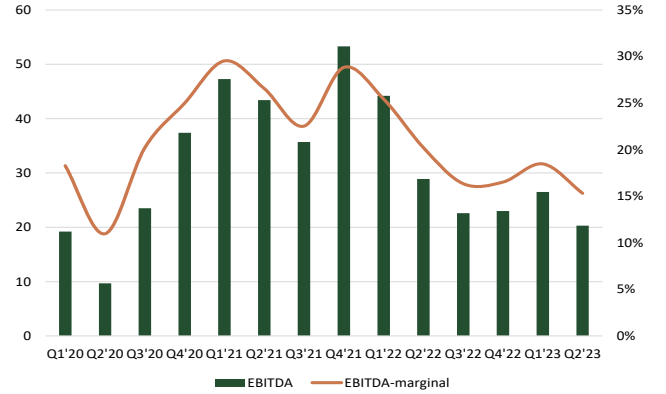
Bolaget har inget konkret besked om när det kan bli tal om höjda ersättningar av diagnostiska tester på den tyska marknaden. Vi har snappat upp rykten om att det kan komma höjningar mot slutet av året, men ännu har inget sådant bekräftats.

Nettoomsättning per kvartal 2020-Q2 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

Hög tillväxt i Polen och Rumänien

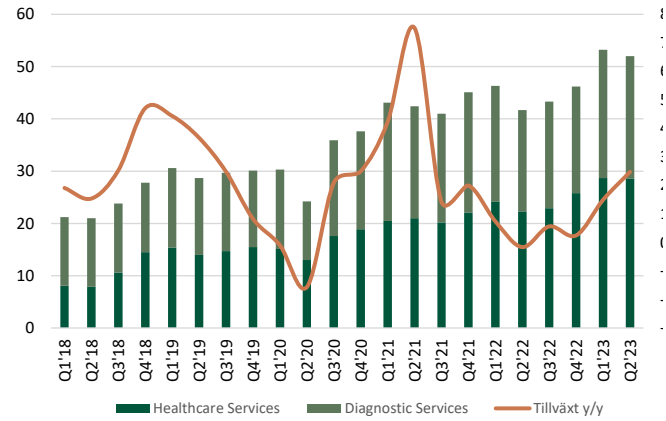
Av de enskilda marknaderna är det fortsatt den polska marknaden som sticker ut. Det är den största marknaden, men är ändå den marknad som växer snabbast och som sedan en tid har utgjort tillväxtmotor för koncernen. Q2'23 var inget undantag. Nettoomsättningen steg y/y med 31,5%, klart över de senaste fem årens genomsnitt på 21,0%. Polen är den marknad där bolaget verkat längst och kommit längst i sitt kunderbjudande. I grunden finns sjukförsäkringar för anställda, vars abonnentbas växer stadigt. Här har bolaget lyckats med att addera nya tjänster och därmed att höja premier. Med detta som bas har verksamheten växt mot kontantbetalande kunder, där lönsamheten är bättre.

Den polska ekonomin är bland de starkare i Europa och Polen har lägst arbetslöshet inom EU. Förtroendet för den ekonomiska politiken är god och Zlotyn har stärkts mot euron under Q2'23, vilket bidrar till bolagets fina utveckling. Polen går till val i höst, men i nuläget har vi inte snappat upp några politiska utspel som väntas påverka verksamheten.

Nettoomsättning Polen 2018-Q2 2023 (EUR m)

Källa: EPB, Bolaget

Nettoomsättning Rumänien 2018-Q2 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

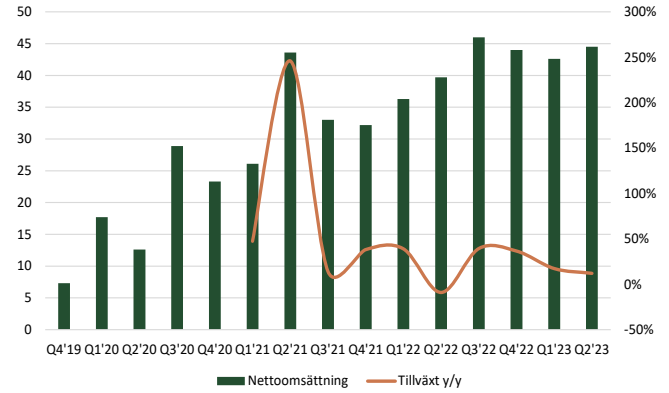
I Rumänien har mycket fokus riktats mot det nyöppnade sjukhuset i Bukarest med 200 bäddar. Det är ett modernt sjukhus som ger Medicover en starkare en bas för att ta upp kampen mot sina två främsta konkurrenter, Medlife och Regina Maria. Bolaget brukar ange Rumänien, med ungefär halva Polens befolkningsmängd, som ett mindre Polen, med några års eftersläpning. Vi ser tendenser som talar för att marknaden utvecklas på ett liknande sätt som den polska, vilket bådar gott inför framtiden. Nettoomsättningen i Rumänien ökade y/y med 24,7% till EUR 52,0m (41,7).

Noterbart är att konkurrenterna, och framför allt Medlife, har varit relativt aggressiva i sina tillväxtsatsningar under de senaste åren och verkar har dragit ifrån. Idag är nettoomsättning för Medlife i Rumänien omkring dubbelt så stor som Medicovers. Vi har visserligen inga siffror för Regina Maria, men vi uppfattar att de är nummer två i Rumänien efter Medlife. Det nya sjukhuset ser vi som en viktig satsning för att minska avståndet till konkurrenterna.

Indien och Tyskland kan bättre

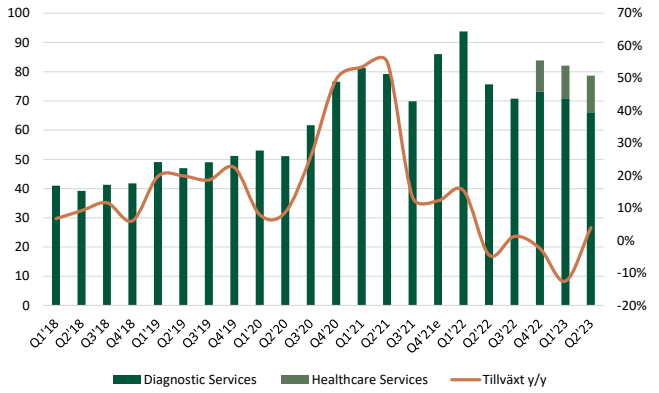
Nettoomsättningen under det andra kvartalet i Indien ökade till EUR 44,5m (39,7), en tillväxt y/y på 12,1%. Vi hade hoppats på att få se starkare siffror, då Medicover satsat mycket på att bygga ut verksamheten under de senaste åren och idag driver 23 sjukhus i landet. En utmaning under H1 2023 har varit valutan, som försvagats väsentligt mot euron med en y/y-effekt på mer än -8% under Q2 2023. Den negativa valutaeffekten y/y förstärks under Q3 2023 vid nuvarande växelkurser, men har även en negativ effekt på ca 2% jämfört med Q2'23. Nya sjukhus (tre under H2 2023) och en förhållandevis låg beläggningsgrad, under H1, (gissningsvis ca 40%) ger dock förutsättningar för en starkare tillväxttakt under H2 2023 och in i 2024.

Nettoomsättning Indien 2019-Q2 2023 (EURm)



Källa: EPB, Bolaget

Nettoomsättning Tyskland 2018-Q2 2023 (EUR m)



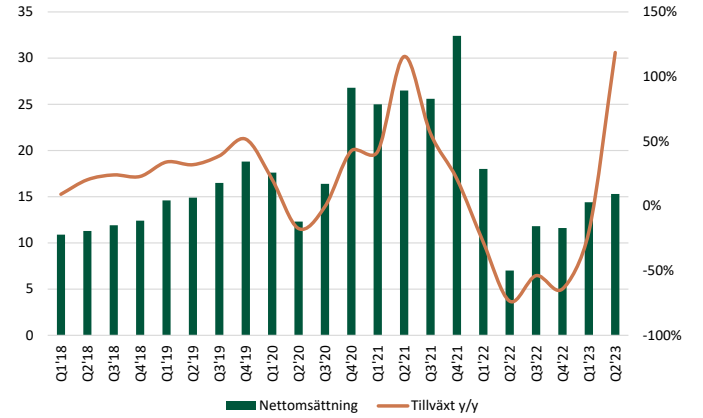
Källa: EPB, bolaget

Som vi kommenterat ovan, dras den tyska verksamheten med utmaningar för att höja priserna. Det som dock ger en positiv y/y-effekt är fjolårets förvärv av tandvårdskedjor som ligger bakom att intäkterna i landet ökade med 4,0% till EUR 78,7m (75,7). Minskade testvolymer av covid-19 bedömer vi varit mest påtagligt i Tyskland, då en aktiv testning av medborgarna upprätthölls längst här.

Tillväxt trots krig i Ukraina

Det som överraskat oss mest under det senaste året är att bolaget efter den 24 februari i fjol kunnat fortsätta bedriva verksamhet i Ukraina. Under Q2'23 ökade nettoomsättningen till EUR 15,3m (7,0), trots negativ en valutaeffekt på över 20%. Framtiden är fortsatt oviss, men i nuläget finns förutsättningar för att verka i landet och uppenbarligen även för att växa.

Nettoomsättning per kvartal Ukraina 2018-Q2 2023 (EUR m)



Källa: EPB, Bolaget

Prognosuppdatering

Vi gör inga dramatiska förändringar av våra prognoser. Medicover visade en god utveckling under andra kvartalet som i mångt och mycket bekräftade vår bild av vart verksamheten är på väg. Vi skruvar upp förväntningarna för nettoomsättningen något, men blir aningen mer försiktiga vad gäller lönsamheten, se nedan. Vår tro på att bolaget kan nå, och slå, sina finansiella mål under 2025 är intakta, vilket även gäller målet om skulder i förhållande till EBITDaL.

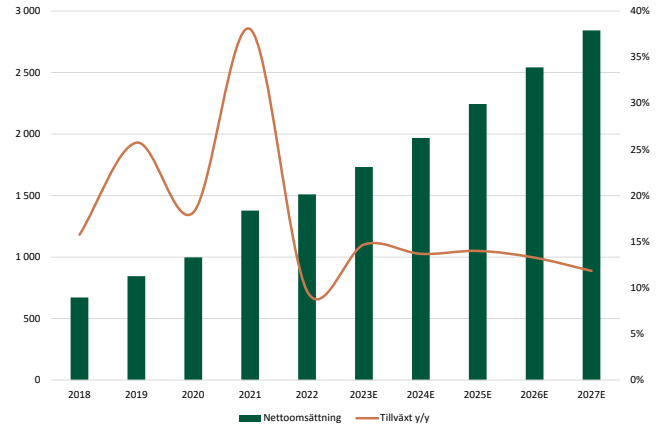
Prognosförändringar (EUR m)

		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	1732,0	1968,9	2244,5
	Tidigare	1744,7	1959,4	2245,4
	Diff	-0,7%	0,5%	0,0%
Bruttoresultat	Nya	375,5	448,9	534,2
	Tidigare	392,3	464,4	547,9
	Diff	-4,3%	-3,3%	-2,5%
EBITDA adj.	Nya	254,7	297,3	353,6
	Tidigare	257,0	311,8	365,0
	Diff	-0,9%	-4,7%	-3,1%
EPS adj. (EUR)	Nya	0,199	0,322	0,492
	Tidigare	0,208	0,312	0,436
	Diff	-4,2%	3,1%	12,9%
Bruttomarginal	Nya	21,7%	22,8%	23,8%
	Tidigare	22,5%	23,7%	24,4%
	Diff	-0,8%	-0,9%	-0,6%
EBITDA adj-marginal	Nya	14,7%	15,1%	15,8%
	Tidigare	14,7%	15,9%	16,3%
	Diff	0,0%	-0,8%	-0,5%

Källa: EPB

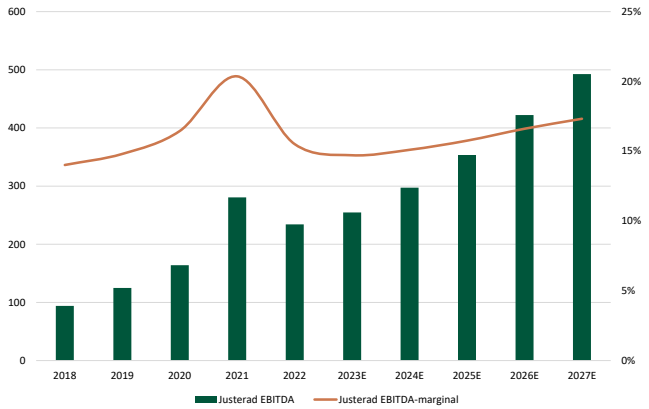
Nedan zoomar vi ut våra estimat fem år. Vi förväntar oss en stabil tvåsiffrig tillväxttakt med successiva marginal-förbättringar över prognostiden.

Prognos nettoomsättning 2018–2027 (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Prognos just. EBITDA och marginal 2018–2027 (EUR m, %)



Källa: EPB, Bolaget

Detaljerade kvartalsprognoser 2022-2024 (EUR m)

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23E	Q4'23E	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E
Nettoomsättning	381,7	362,2	368,6	397,7	419,3	424,7	432,0	455,9	474,4	481,8	491,9	518,9
Kostnader för medicinska tjänster	-287,9	-284,3	-287,0	-315,4	-329,5	-335,3	-338,3	-353,4	-365,3	-372,4	-381,7	-400,6
Bruttoresultat	**93,8**	**77,9**	**81,6**	**82,3**	**89,8**	**89,4**	**93,8**	**102,6**	**109,1**	**109,4**	**110,2**	**118,3**
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-15,9	-15,6	-16,8	-18,2	-18,4	-18,6	-19,0	-19,6	-20,9	-21,7	-21,2	-22,3
Administrationskostnader	-55,4	-47,1	-55,7	-55,4	-60,7	-57,6	-58,3	-60,6	-65,9	-67,9	-65,9	-68,0
Rörelseresultat (EBIT)	**22,5**	**15,2**	**9,1**	**8,7**	**10,7**	**13,2**	**16,4**	**22,3**	**22,3**	**19,8**	**23,1**	**28,0**
Övriga intäkter och kostnader	1,3	-4,6	0,4	-0,3	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa finansiella poster	**-6,7**	**-6,7**	**-13,7**	**-5,6**	**-15,6**	**-3,6**	**-9,9**	**-10,5**	**-10,4**	**-10,6**	**-10,8**	**-11,4**
Resultat från andelar och i intresseföretag	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	**17,1**	**4,0**	**-4,2**	**2,9**	**3,0**	**9,7**	**6,5**	**11,9**	**11,9**	**9,2**	**12,3**	**16,6**
Skatt	-4,8	-1,1	0,8	-0,7	-0,9	-2,5	-1,7	-3,1	-3,2	-2,5	-3,3	-4,5
Periodens resultat	**12,3**	**2,9**	**-3,4**	**2,2**	**2,1**	**7,2**	**4,8**	**8,7**	**8,7**	**6,7**	**9,0**	**12,1**
Avskrivningar och nedskrivningar	40,1	37,8	39,7	44,3	43,6	45,1	45,5	46,1	46,6	46,3	46,7	47,3
EBITDA	**62,6**	**53,0**	**48,8**	**53,0**	**54,3**	**58,3**	**61,9**	**68,4**	**68,9**	**66,0**	**69,8**	**75,3**
Avskrivningar och nedskrivningar av nyttjanderättstillgångar	-14,9	-16,1	-16,1	-17,0	-17,6	-18,4	-18,6	-18,9	-19,5	-20,5	-21,2	-21,2
Ränta på leasingskulder	-4,8	-5,4	-5,8	-6,1	-6,1	-6,0	-6,1	-6,3	-6,8	-7,0	-7,0	-7,1
EBITDAaL	**42,9**	**31,5**	**26,9**	**29,9**	**30,6**	**33,9**	**37,3**	**43,3**	**42,6**	**38,5**	**41,7**	**47,0**
Justerad EBITDA	**67,5**	**56,2**	**52,8**	**57,7**	**57,4**	**61,1**	**64,8**	**71,4**	**72,6**	**69,8**	**73,7**	**79,2**
Justerad EBITDAaL	**47,8**	**34,7**	**30,9**	**34,6**	**33,7**	**36,7**	**40,2**	**46,3**	**46,3**	**42,3**	**45,6**	**50,9**
Tillväxt y/y	20,3%	3,8%	10,0%	5,7%	9,9%	17,3%	17,2%	14,6%	13,1%	13,4%	13,9%	13,8%
Vinst per aktie, just (EUR)	**0,113**	**0,040**	**0,004**	**0,045**	**0,034**	**0,066**	**0,050**	**0,077**	**0,081**	**0,069**	**0,085**	**0,105**
Bruttomarginal	24,6%	21,5%	22,1%	20,7%	21,4%	21,1%	21,7%	22,5%	23,0%	22,7%	22,4%	22,8%
EBIT-marginal	5,9%	4,2%	2,5%	2,2%	2,6%	3,1%	3,8%	4,9%	4,7%	4,1%	4,7%	5,4%
EBITDA-marginal	16,4%	14,6%	13,2%	13,3%	13,0%	13,7%	14,3%	15,0%	14,5%	13,7%	14,2%	14,5%
EBITDAaL-marginal	11,2%	8,7%	7,3%	7,5%	7,3%	8,0%	8,6%	9,5%	9,0%	8,0%	8,5%	9,1%
Justerad EBITDA-marginal	17,7%	15,5%	14,3%	14,5%	13,7%	14,4%	15,0%	15,7%	15,3%	14,5%	15,0%	15,3%
Justerad EBITDAaL-marginal	12,5%	9,6%	8,4%	8,7%	8,0%	8,6%	9,3%	10,1%	9,8%	8,8%	9,3%	9,8%
Operativt kassaflöde	45,8	27,8	54,5	41,3	61,4	43,6	55,0	61,9	81,7	48,2	65,4	71,0
Nettoskuld (exkl. leasing) / Justerat EBITDAaL (LTM)	1,2	1,9	2,3	3,2	3,3	3,5	3,2	2,9	2,6	2,7	2,6	2,5

Källa: EPB, Bolaget

Värdering och aktien

Vår värdering av Medicover stödjer sig mot en DCF-värdering, men vi väger även in multipelvärdering (50% vardera) för att få med hur marknaden värderar liknande bolag. DCF-modellen är uppbyggd kring explicita estimat tio år framåt för respektive affärsdivision. Därefter använder vi nedan beskrivna terminala antaganden. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 8,5%. Utifrån justerade prognoser landar vårt DCF-värde på 227,3 kr (226,8) per aktie.

DCF-antaganden och värdering

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 162
Nuvärdet av terminalvärde	2 753
Företagsvärde (EV)	**3 915**
Nettoskuld inkl. leasing, senast rapporterad	911
Eget kapital	**3 004**
Antal utstående aktier, full utspädning	151,9
Eget kapital per aktie (SEK)	**227,3**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	3,0%
Riskpremie	5,0%
Småbolagspremie	0,0%
Extra risk-premie	0,5%
WACC	**8,5%**

Antaganden terminalvärde	
Uthållig tillväxt	3,0%
Uthållig EBIT-marginal	12,0%
Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Capex, % av omsättning	4,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	-1,2%
Skattesats	26,0%

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

WACC \ Uthållig EBIT-marginal	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
7,5%	254	283	312	342	371
8,0%	215	240	265	290	314
8,5%	185	206	**227**	249	270
9,0%	160	178	197	215	233
9,5%	139	155	172	188	204

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

WACC \ Uthållig tillväxt	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
7,5%	250	278	312	355	411
8,0%	217	239	265	297	238
8,5%	189	207	**227**	252	283
9,0%	166	180	197	217	240
9,5%	146	158	172	187	206

Källa: EPB

Vår multipelvärdering tar stöd från liknande noterade bolag. Framföralltbolag som är aktiva i Europa eller i Asien. För att värdera Medicover använder vi ett snitt av EV/S och EV/EBITDA för 2023 och 2024, vilket applicerat på våra prognoser ger ett värde på 235 kr (228). Vi har framför allt sett en stark utveckling för de indiska sjukvårdskoncernerna som främsta förklaring till stigande multiplar. Utöver verksamhetsmässigt jämförbara bolag har vi lagt med en tabell på värderingarna för ett par relevanta bolag noterade på Stockholmsbörsen inom hälsovårdssektorn, där vi ser Medicover som ett bra och intressant alternativ.

Värdering av jämförbara bolag - sektor

	EV/S		EV/EBITDA	
	2023	**2024**	**2023**	**2024**
Apollo Hospitals	4,0x	3,4x	29,6x	23,7x
Fortis Healthcare	3,8x	3,4x	20,2x	17,4x
IHH Healthcare	3,1x	2,9x	13,7x	12,9x
Med Life	1,6x	1,6x	10,3x	10,6x
Ramsay Healthcare	1,6x	1,5x	12,4x	10,9x
Sonic Healthcare	2,3x	2,2x	10,6x	10,3x
Synlab	1,3x	1,2x	7,3x	6,7x
Medel	**2,5x**	**2,3x**	**14,9x**	**13,2x**
Median	**2,3x**	**2,2x**	**12,4x**	**10,9x**
Medicover (EPB)	1,7x	1,5x	11,8x	10,1x

Källa: EPB, FactSet

Värdering av jämförbara bolag - Sverige

	EV/S		EV/EBITDA	
	2023	**2024**	**2023**	**2024**
Addlife	1,7x	1,6x	11,2x	10,8x
Arjo	1,6x	1,6x	8,7x	7,7x
Biotage	6,0x	4,8x	26,5x	18,3x
Sectra	12,1x	10,9x	54,1x	47,8x
Vitrolife	6,5x	5,8x	19,8x	16,9x
Xvivo	14,4x	10,8x	90,3x	40,9x
Medel	**7,1x**	**5,9x**	**35,1x**	**23,7x**
Median	**6,3x**	**5,3x**	**23,2x**	**17,6x**
Medicover (EPB)	1,7x	1,5x	11,8x	10,1x

Källa: EPB, FactSet

Apollo Hospitals och Fortis Healthcare är verksamma på den indiska marknaden och vi noterar att många sjukvårdsbolag i Indien handlas till högre multiplar än sin europeiska peers. En förklaring till det är att tillväxtutsikterna skiljer sig nämnvärt åt, där marknaderna i västra Europa är mogna trots åldrande befolkningar. För de renodlade diagnostikservice-bolagen, så som exempelvis Sonic Healthcare och Synlab, är multiplarna relativt låga, där förväntningar om låg eller negativ tillväxt, när Covid-19-testning faller bort, pressar värderingarna. Utifrån Medicovers stora framsteg på den indiska marknaden och en tydligare tillväxtprofil än de flesta europeiska aktörer, så anser vi att det finns fog för att Medicover förtjänar att 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**	**1 732**	**1 969**	**2 245**
Totala intäkter	**580**	**672**	**844**	**998**	**1 377**	**1 510**	**1 732**	**1 969**	**2 245**
Kostnad sålda varor	-438	-507	-638	-734	-982	-1 175	-1 356	-1 520	-1 710
Bruttoresultat	**142**	**164**	**207**	**264**	**395**	**336**	**376**	**449**	**534**
Försäljningskostnader	-29	-35	-45	-43	-58	-67	-76	-86	-97
Administrationskostnader	-85	-95	-115	-159	-178	-214	-237	-268	-303
Övriga rörelsekostnader	53	57	74	96	111	162	180	187	203
EBITDA	**82**	**91**	**121**	**158**	**270**	**217**	**243**	**282**	**337**
Jämförelsestörande poster	-3	-3	-4	-7	-10	-17	-12	-15	-16
EBITDA, justerad	**84**	**94**	**125**	**164**	**281**	**234**	**255**	**297**	**354**
Avskrivningar	-53	-57	-74	-96	-111	-162	-180	-187	-203
EBITA, justerad	**32**	**37**	**51**	**68**	**170**	**72**	**74**	**110**	**151**
EBIT	**29**	**34**	**47**	**61**	**159**	**56**	**63**	**95**	**135**
EBIT, justerad	**32**	**37**	**51**	**68**	**170**	**72**	**74**	**110**	**151**
Finansnetto	-1	-2	-13	-24	-16	-36	-32	-43	-47
Resultat före skatt	**28**	**32**	**33**	**37**	**144**	**20**	**31**	**52**	**88**
Resultat före skatt, justerad	**31**	**35**	**38**	**44**	**154**	**37**	**43**	**67**	**104**
Total skatt	-8	-8	-9	-10	-37	-6	-8	-13	-24
Minoritetsintressen	-	-	-2	-2	-5	-2	-4	-5	-5
Nettoresultat	**20**	**24**	**23**	**26**	**102**	**12**	**18**	**34**	**58**
Nettoresultat, justerad	**23**	**28**	**27**	**32**	**112**	**29**	**30**	**49**	**75**
Intäktstillväxt	*-*	*16%*	*26%*	*18%*	*38%*	*10%*	*15%*	*14%*	*14%*
Bruttomarginal	*24,5%*	*24,5%*	*24,5%*	*26,4%*	*28,7%*	*22,2%*	*21,7%*	*22,8%*	*23,8%*
EBIT-marginal, justerad	*5,4%*	*5,5%*	*6,0%*	*6,8%*	*12,3%*	*4,8%*	*4,3%*	*5,6%*	*6,7%*
EPS, justerad	*-*	*0,20*	*0,20*	*0,21*	*0,74*	*0,19*	*0,20*	*0,32*	*0,49*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*-3%*	*9%*	*>100%*	*-74%*	*5%*	*61%*	*53%*

Källa: Medicover, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	29	34	47	61	159	56	63	95	135
Övriga kassaflödesposter	47	49	64	95	98	154	168	176	199
Förändringar i rörelsekapital	1	-8	-24	-1	-41	-40	-8	-5	-40
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**77**	**74**	**87**	**156**	**217**	**170**	**222**	**266**	**294**
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-97	-167	-193
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-54**	**-116**	**-142**	**-126**	**-334**	**-185**	**-97**	**-167**	**-193**
Fritt kassaflöde	**23**	**-42**	**-54**	**30**	**-117**	**-15**	**125**	**99**	**101**
Förändring av skulder	5	35	49	-14	175	-7	-78	-87	-90
Utdelningar	0	0	0	0	-10	-18	-18	-24	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**5**	**35**	**49**	**-14**	**164**	**-24**	**-96**	**-110**	**-120**
Kassaflöde	**28**	**-7**	**-6**	**16**	**47**	**-39**	**29**	**-11**	**-20**
Nettoskuld	**127**	**218**	**417**	**281**	**489**	**891**	**919**	**993**	**1 052**

Källa: Medicover, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	127	150	293	289	372	496	509	532	548
Övriga immateriella tillgångar	36	51	75	65	75	126	122	130	144
Materiella anläggningstillgångar	148	164	253	258	319	445	461	476	525
Finansiella anläggningstillgångar	32	57	17	30	39	35	36	34	32
Övriga anläggningstillgångar	110	117	166	180	327	396	429	477	523
Summa anläggningstillgångar	**453**	**540**	**804**	**822**	**1 133**	**1 497**	**1 558**	**1 649**	**1 772**
Varulager	31	30	37	53	72	58	59	77	85
Kundfordringar	82	92	142	149	202	228	243	276	312
Övriga omsättningstillgångar	2	28	2	0	3	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	45	38	35	87	275	49	77	66	46
Summa omsättningstillgångar	**161**	**189**	**216**	**289**	**552**	**335**	**378**	**418**	**443**
SUMMA TILLGÅNGAR	**614**	**728**	**1 020**	**1 111**	**1 684**	**1 832**	**1 936**	**2 067**	**2 215**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	300	318	360	484	562	509	537	561	606
Summa eget kapital	**300**	**318**	**360**	**484**	**562**	**509**	**537**	**561**	**606**
Långfristiga räntebärande skulder	53	126	164	153	375	473	455	455	455
Långfristiga leasingskulder	86	96	142	165	300	365	394	453	507
Övriga långfristiga skulder	52	58	72	81	122	129	125	126	140
Summa långfristiga skulder	**190**	**281**	**378**	**399**	**797**	**967**	**975**	**1 034**	**1 102**
Kortfristiga räntebärande skulder	4	5	112	15	43	42	75	75	59
Leverantörsskulder	66	78	115	149	182	182	195	240	278
Kortfristiga leasingskulder	30	29	34	34	46	60	71	75	76
Övriga kortfristiga skulder	24	18	21	29	54	72	83	82	92
Summa kortfristiga skulder	**124**	**130**	**282**	**228**	**325**	**356**	**425**	**473**	**506**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**614**	**728**	**1 020**	**1 111**	**1 684**	**1 832**	**1 936**	**2 067**	**2 215**

Källa: Medicover, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	16%	26%	18%	38%	10%	15%	14%	14%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	12%	33%	31%	71%	-17%	9%	17%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	18%	37%	34%	>100%	-57%	3%	48%	37%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	5%	61%	53%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	21,7%	22,8%	23,8%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	14,4%	14,0%	14,3%	15,0%
EBITDA-marginal, justerad	14,5%	14,0%	14,8%	16,4%	20,4%	15,5%	14,7%	15,1%	15,8%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	3,7%	3,6%	4,8%	6,0%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	4,3%	5,6%	6,7%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,1%	3,2%	3,2%	8,1%	1,9%	1,7%	2,5%	3,3%

Källa: Medicover, EPB

Avkastning

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

Källa: Medicover, 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%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	15%	15%	18%	20%	19%	16%	14%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	22%	39%	27%	29%	28%	29%	28%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	8%	5%	2%	3%	2%	1%	2%	1%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,2x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x

Källa: Medicover, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld (inkl. leasing)	127	218	417	281	489	891	919	993	1 052
Soliditet	49%	44%	35%	44%	33%	28%	28%	27%	27%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,7x	1,2x	0,6x	0,9x	1,8x	1,7x	1,8x	1,7x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	2,4x	3,5x	1,8x	1,8x	4,1x	3,8x	3,5x	3,1x

Källa: Medicover, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-	0,18	0,17	0,17	0,67	0,08	0,12	0,22	0,38
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,20	0,32	0,49
FCF per aktie	-	-0,31	-0,40	0,20	-0,77	-0,10	0,82	0,65	0,66
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	3,54	3,69	3,99
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: Medicover, EPB

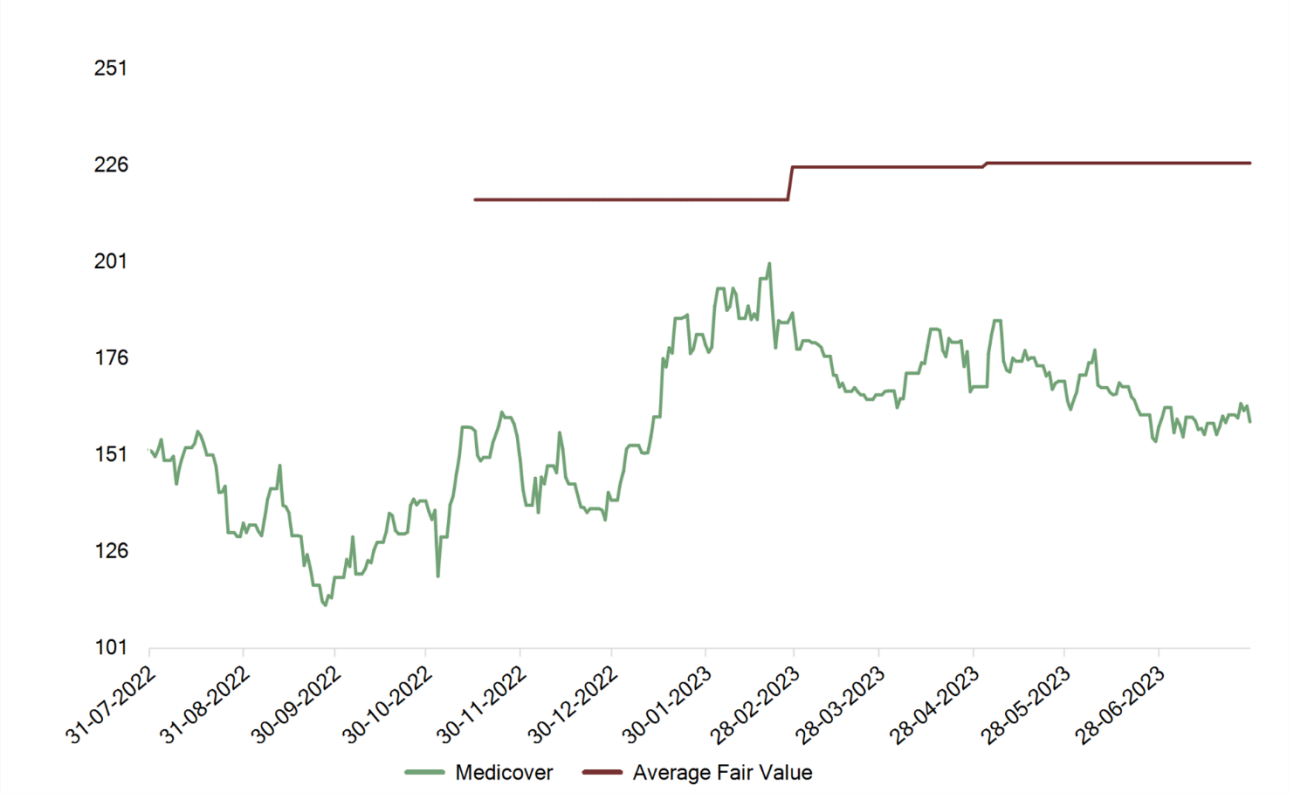
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	35,6x	52,4x	76,0x	48,8x	66,1x	69,8x	43,2x	28,3x
P/EK	Neg.	3,1x	3,9x	5,1x	9,7x	3,8x	3,9x	3,8x	3,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	82,9x	Neg.	Neg.	17,0x	21,3x	21,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.	Neg.	6%	5%	5%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	1,0%	1,2%	1,4%	2,2%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	32,6%	16,3%	63,1%	80,3%	62,2%	61,0%
EV/Sales	0,2x	1,8x	2,1x	2,7x	4,2x	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	1,5x	12,6x	14,4x	16,5x	20,8x	11,8x	11,7x	10,0x	8,4x
EV/EBIT, justerad	4,0x	31,9x	35,4x	39,8x	34,4x	38,1x	40,0x	27,0x	19,7x
EV	127	1 185	1 797	2 705	5 825	2 756	2 976	2 976	2 976
Aktiekurs (EUR)	6,4	7,2	10,3	16,3	36,0	12,6	13,9	13,9	13,9

Källa: Medicover, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Medicover (MCOVB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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