ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdstjänster | Sverige | 06 november 2023

Medicover

Missförstådd

Bra Q3-rapport

Bolaget gladde igen med att visa starka siffror för det tredje kvartalet. Nettoomsättningen steg y/y med 19,5% till EUR 440,5m (368,6) och uppvisade en organisk tillväxt om 14,9%. Covid-19-testning påverkar fortsatt jämförelsetalen och rensat för det låg den underliggande tillväxten på 19,5%. Genomförda prisökningar under året slår igenom och vi ser att den positiva trenden av förbättrade marginaler håller i sig. Med en avtagande kraft för inflationen på nyckelmarknaderna finns potential för fortsatta marginalförbättringar in i 2024.

Intressant affär i Indien

Nyligen köpte Blackstone in sig i den indiska sjukhuskoncernen CARE Hospitals (~75% av ägandet), som i sin tur köpte Kimshealth. Den nya sjukhuskedjan kommer att omfatta 23 sjukhus med 4.000 bäddar, vilket är relativt jämförbart med Medicovers verksamhet om ca 25 sjukhus och över 4.500 bäddar. Inga siffror över affären har blivit offentliggjorda av aktörerna. Dock figurerar uppgifter om att värdet på den nya sjukhusgruppen kan ligga mellan USD 1,2-1,5bn. Applicerat på Medicovers sjuhusverksamhet i Indien skulle det indikera ett värde om 25-30% av bolagets totala EV, där nettoomsättningen i dagsläget står för ca 11%.

Aktien har dragits med nedåt

Rapporten bekräftar styrkan i verksamheten och inger konfidens kring att bolaget kommer nå sina finansiella mål under 2025. Vi gör endast mindre justeringar i våra prognoser. Aktien har utvecklats svagt under de senaste sex månaderna och fallit i linje med andra svenska bolag inom hälsovårdssektorn. Vi ser dock en annan utveckling för internationella hälsovårdsbolag, vars verksamhet mer överensstämmer med Medicovers. Noterbart är även att fundamenta under året snarare har förbättrats. Vi sätter vårt motiverade värde till 205-209 kr (226-228).

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	0,6%	1,0%	0,6%
EBITDA, just.	-0,1%	1,5%	0,7%
EPS, just.	-30,4%	-13,0%	3,1%

Kommande händelser

Q4 - rapport	09 februari 2024
Q1 - rapport	26 april 2024

Bolagsfakta (m€)

Antal aktier	148m
Börsvärde	1 703
Nettoskuld*	915
EV*	2 618
Free float	39%
Daglig handelsvolym, snitt	58k
Bloomberg Ticker	MCOVB SS EQUITY

*Leasingskulder ingår

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

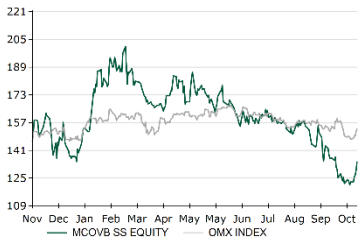
Prognos (m€)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	1 510	1 743	1 988	2 258
Tillväxt	10%	15%	14%	14%
EBITDA, just.	234	254	302	356
EBIT, just.	72	74	112	163
EPS, just.	0,2	0,1	0,3	0,5
EPS-tillväxt, just.	-74%	-27%	>100%	81%
EK/aktie	3,3	3,4	3,5	3,8
Utdelning per aktie	0,1	0,2	0,2	0,3
EBIT-marginal	3,7%	3,6%	5,0%	6,5%
ROE, just.	5,4%	4,1%	8,1%	13,8%
ROCE, just.	5,2%	5,0%	7,3%	9,9%
EV/Sales	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	11,8x	10,3x	8,7x	7,4x
EV/EBIT	38,1x	35,4x	23,4x	16,1x
P/E, just.	66,1x	82,8x	41,0x	22,6x
P/EK	3,8x	3,4x	3,3x	3,0x
Direktavkastning	1,0%	1,4%	1,7%	2,6%
FCF yield	-1%	7%	6%	8%
Nettoskuld/EBITDA	4,1x	3,7x	3,4x	3,1x

Värde och risk

Motiverat värde	205 - 209 SEK
Aktiekurs	134 SEK
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Medicover är ett tillväxtbolag med en imponerande historik (~18% CAGR senaste tio åren). I nuläget ser vi inget tecken som tydligt hindrar denna resa från att fortsätta under lång tid framåt. Drivkrafterna är en global trend av ökande andel äldre i befolkningarna och med det följer ett ökat behov av hälsovårdstjänster. För Medicover förstärks denna trend av att sjukvården på de marknader där bolaget agerar, i Östeuropa och Indien, är underutbyggd och underfinansierad. Det skapar en efterfrågan av privat sjuk- och hälsovård, som utgör en viktig kugge i ländernas hälsovårdssystem. Dessa marknader genomsyras av bra 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 vi ser tydliga inträdesbarriärer för nya spelare.

Medicover ger investerare en unik exponering mot snabbväxande hälsovårdsmarknader. Bolaget är ännu ett relativt oupptäckt bolag, med ett begränsat institutionellt ägande. Vi tycker att aktien är intressant utifrån vår fundamentala syn och den uppfattningen får stöd av värderingen för jämförbara bolag. Aktien har senaste månaderna handlats ned i linje med andra hälsovårdsbolag på Stockholmsbörsen, men utan att de fundamentala utsikterna förändrats.

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 vårt motiverade värde till 205–209 kr (226–228).

Stark organisk tillväxt

Nettoomsättningen i Q3 ökade y/y med 19,5%, varav den organiska tillväxten uppgick till 14,9%. Rensat för Covid-19-testning, som fortsatt påverkar jämförelsetalen, så hamnade den organiska tillväxten på 19,5%, vilket ger en bild av hur den underliggande efterfrågan utvecklas. Ledningen indikerar att efterfrågan fortsatt är stark om än en viss dämpning noteras i den ekonomiska aktiviteten inom vissa delar i Polen. Vi förväntar oss dock ingen större nedgång i Polen, utan vi räknar med att efterfrågan av hälsovårdstjänster fortsätter vara solid in i 2024. På kostnadssidan var det framför allt finansiella kostnader där vi låg mest fel och anledning till att resultatet på sista raden hamnade under vår prognos.

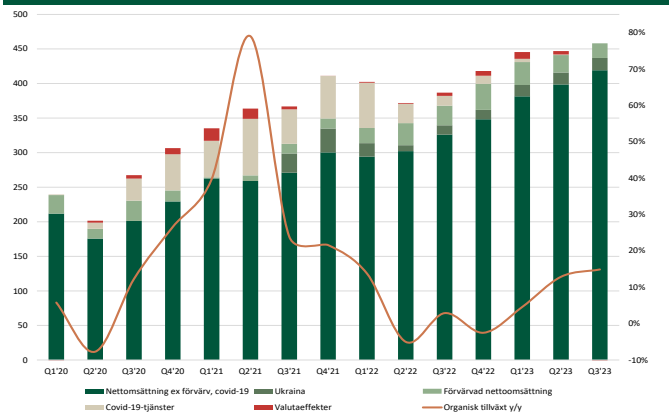
Avvikelsetabell Q3 2023 (EUR m)

			Q3 2023				Q3 2022
	Utfall	**EPB**	**Diff (Abs.)**	**Diff (%)**	**Konsensus**	**Diff (Abs.)**	
Nettoomsättning	440,5	432,0	8,5	2,0%	432,0	8,5	368,6
Kostnader för medicinska tjänster	-346,3	-338,3	-8,1	-2,4%			-287,0
Bruttoresultat	**94,2**	**93,8**	**0,4**	0,4%			**81,6**
Distributions- och marknadsföringskost.	-19,4	-19,0	-0,4	-2,1%			-16,8
Administrationskostnader	-56,3	-58,3	2,0	3,4%			-55,7
EBITDA	**64,8**	**61,9**	**2,9**	4,7%	**63,3**	**1,5**	**48,8**
EBIT	**18,5**	**16,4**	**2,1**	12,8%	**14,4**	**4,1**	**9,1**
Resutat före skatt	**0,5**	**3,8**	**-3,3**	-86,8%	**6,0**	**-5,5**	**-4,2**
Skatt	0,0	-1,7	1,7	100,0%			0,8
Nettoresultat	**0,5**	**4,8**	**-4,3**	-89,6%	**1,5**	**-1,0**	**-3,4**
EPS (EUR)	**-0,007**	**0,026**	**-0,033**	-126,9%	**0,010**	**0,0**	**-0,024**
EBITDA (justerat)	**67,1**	**64,8**	**2,3**		**64,6**	**2,5**	**52,8**
EBITDAaL (justerat)	**41,9**	**40,2**	**1,7**				**30,9**
Bruttomarginal	21,4%	21,7%	-0,3%				22,1%
EBITDA-marginal	14,7%	14,3%	0,4%		14,7%	0,1%	13,2%
EBITDA-marginal (just.)	15,2%	15,0%	0,2%		15,0%	0,3%	14,3%
EBIT-marginal	4,2%	3,8%	0,4%		3,3%	0,9%	2,5%

Källa: EPB, Infront, Bolaget

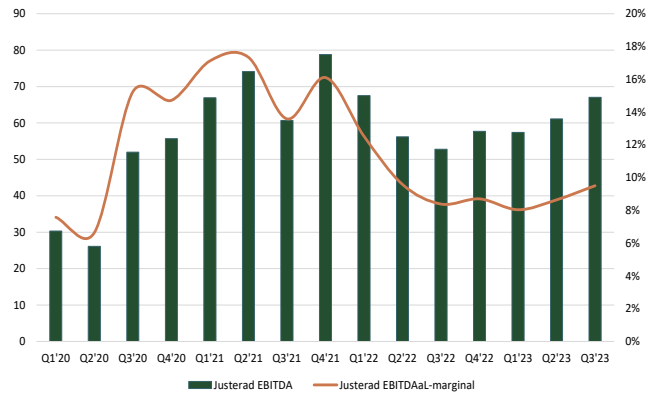
Prisjusteringar har genomförts under hela 2023 för att kompensera för löneökningar i spåren av den högre inflationstakten. Inflationen på bolagets marknader har dock sjunkit de senaste månaderna och den väntas fortsätta sjunka, i linje med resten av världen. Vi ser att genomförda prisförändringar biter och slår igenom på lönsamheten, där marginalerna under det tredje kvartalet fortsatte att förbättras. Här indikeras från ledningen att ytterligare prisjusteringar kommer att genomföras. Därtill finns potential att förbättra marginalerna genom ökning av beläggningen i befintlig och nyuppsatt kapacitet.

Nettoomsättning 2020-Q3 2023 (EURm)



Källa: EPB, Bolaget

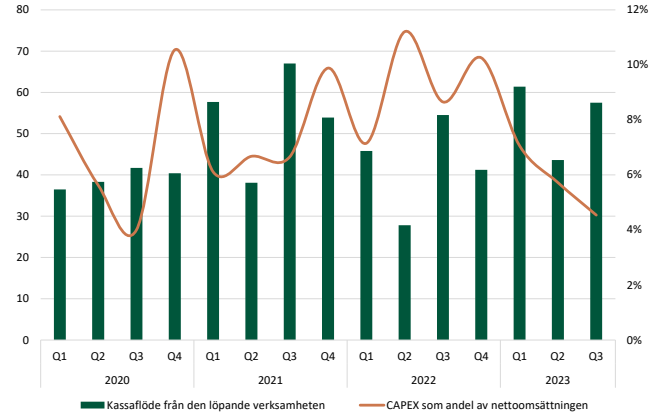
Just. EBITDA och EBITDA-marginal 2020-Q3 2023 (EURm)



Källa: EPB, Bolaget

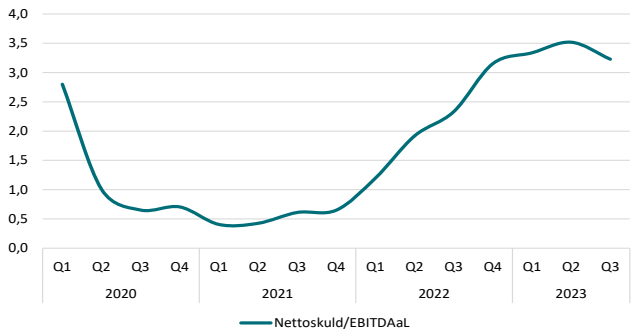
Resultatförbättringarna slår även igenom på kassaflödet och operativa kassaflödet steg till EUR 57,5m (54,5). I linje med tidigare kommunikation sjunker CAPEX-nivån och uppgick till EUR 20,0m (31,9). Vi förväntar oss att bolaget ligger kvar på en lägre nivå för CAPEX som andel av försäljningen in i 2024. Den lägre investeringstakten innebar att kvoten av räntebärande nettoskuldsättning/just. EBITDAaL sjunker och den trenden kommer fortsätta under 2024. Utvecklingen ger utrymme för att kunna skruva upp investeringstakten mot slutet av 2024 om så önskas, utan att bolaget riskerar att hamna över sitt finansiella mål om en nettoskuld/just. EBITDAaL som inte överstiger 3,5x.

Kassaflöde från den löpande verksamheten (EUR m) och CAPEX som andel av nettoomsättningen (%) 2020-Q3 2023



Källa: EPB, Bolaget

Räntebärande nettoskuld / just. EBITDAaL* 2020-Q3 2023



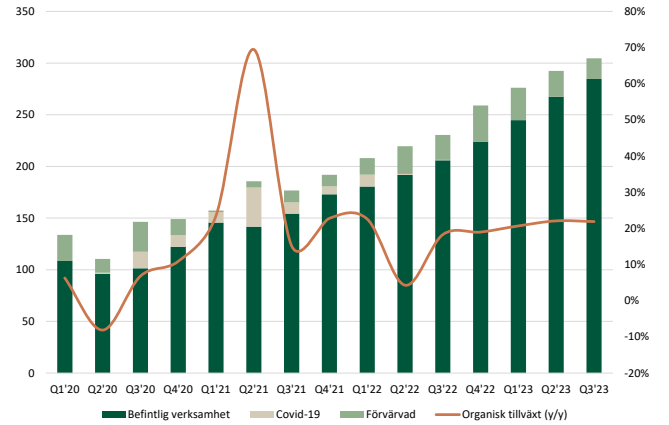
*Källa: EPB, Bolaget, *EBITDAaL= inkluderar leasingkostnader*

Även om vi ser en lägre investeringstakt, uppger ledningen att det finns gott om kapacitet att fylla inom befintliga ramar för att kunna driva tillväxten närmaste åren.

Healthcare Services fortsätter utvecklas mycket starkt

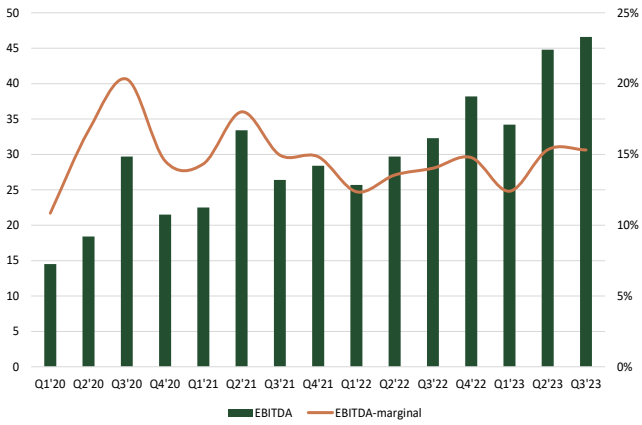
Inom affärdivisionen Healthcare Services levererades tillväxt om 32,2%, där nettoomsättningen steg till EUR 304,7m (230,5). Organisk tillväxt låg på 21,9%, varav prisökningar stod för 11,5%. Lönsamheten förbättrades och EBITDA steg till EUR 46,6m (32,3). Vi noterar att EBITDA-marginalen åter har etablerats över 15% och vi ser potential på fortsatta förbättringar in i 2024.

Nettoomsättning Healthcare Services (EUR m) 2020-Q3 2023



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA och EBITDA-marginal Healthcare Services (EUR m) 2020-Q3 2023



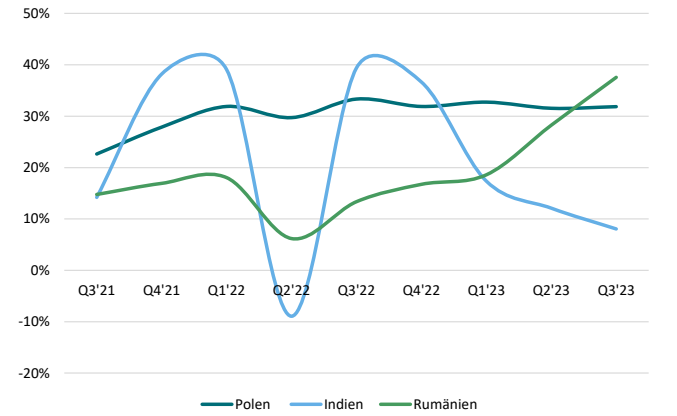
Källa:

En positiv utveckling på den indiska marknaden är viktig för marginalerna, där kapacitetsutnyttjande varit relativt lågt i spåren av den mycket snabba expansionen som Medicover uppvisat i landet under de senaste åren. Verksamheten bidrar nu positivt på EBITDA-nivå och förbättringar är att vänta. Vi ser ett stort intresse av den indiska sjukhusmarknaden, där Blackstone i slutet av oktober i år meddelade att de köpt in sig i indiska CARE Hospitals (~75% av ägandet) som i sin tur köper Kimshealth. Totala

värdet för den nya sjukhusgruppen uppges av olika källor kunna ligga mellan USD 1,2-1,5bn. Den nya sjukhuskedjan kommer att omfatta 23 sjukhus med 4.000 bäddar, vilket är relativt jämförbart med Medicovers verksamhet om 25 sjukhus och över 4.500 bäddar. Inga närmare siffror över affären har dock blivit offentliggjorda. Utifall siffrorna som figurerar visar sig stämma skulle det indikera ett värde på Medicover India på mer än USD 1,2bn, där bolagets andel skulle utgöra åtminstone USD ~750m, vilket är ca 27% av Medicovers totala EV. Nettoomsättningen i Indien står i dagsläget för ca 11%. Vi vill poängtera att vi använder oss av siffror som inte är bekräftade och därför ska de tas med en mycket stor nypa salt, men de ger i alla fall en indikation om att det kan finnas betydande värden i denna del av verksamheten som idag inte fångas av aktiemarknaden.

Under perioden utvecklades annars den polska och rumänska verksamheten starkast med försäljningsökningar på över 30%. Utvecklingen i Indien missgynnades av att den indiska valutan har tappat 13% i värde mot Euron.

Tillväxttakt största marknaderna inom Healthcare Services Q3 2021- Q3 2023

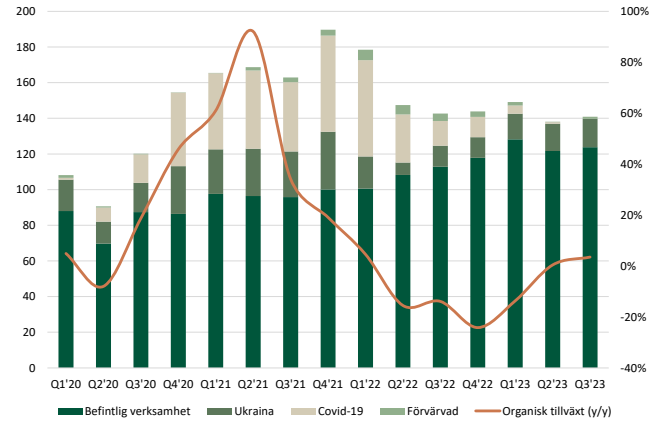


Källa: EPB, Bolaget, vi har förkortat tidsfönstret för jämförbarhetens skull, då den indiska sjukhusverksamheten konsoliderades i slutet av 2019

Det vänder uppåt inom Diagnostic Services

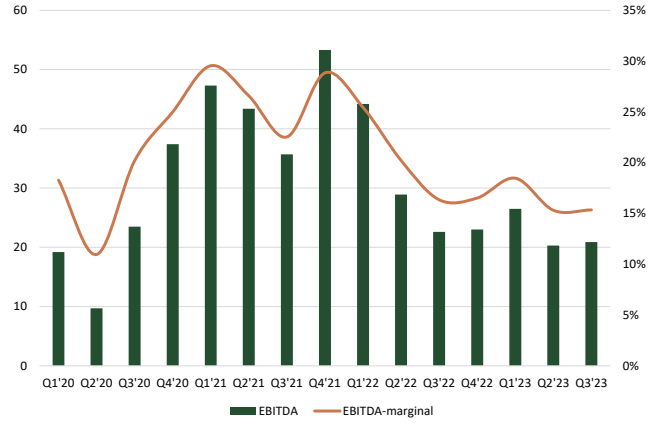
Efter flera kvartal i rad med fallande nettoomsättning ser vi tydliga tecken på att det vänder uppåt. Under det tredje kvartalet sjönk nettoomsättningen y/y med 1,2% till EUR 140,9m (142,7), där den organiska tillväxten var positiv om 3,5%. Rensat för Covid-19-testning anges den underliggande tillväxten till starka 14,7%. Glädjande är att EBITDA-marginalen verkar ha bottnat och vi ser potentialen för förbättringar framåt.

Nettoomsättning Diagnostic Services (EUR m) 2020-Q3 2023



Källa: EPB, Bolaget

EBITDA och EBITDA-marginal Diagnostic Services (EUR m) 2020-Q3 2023



Källa: EPB, Bolaget

Den tyska marknaden är viktigast och pilarna pekar i rätt riktning, trots att det ännu inte kommit några ersättningsförändringar av diagnostiska tester. Uppgången var volymdriven. Bolaget låter dock hoppfulla om att det ska kunna komma uppjusteringar av ersättningarna under 2024, vilket skulle ge bra skjuts i försäljningen och lönsamhet.

Prognosförändringar

Vi gör relativt små förändringar i våra estimat efter Q3-rapporten. Det som sticker ut är EPS, då vi tagit höjd för att högre räntekostnader, vilket påverkar lönsamheten på sista raden. Vi känner oss fortsatt trygga med att bolaget kommer kunna nå och överträffas sina finansiella mål för 2025, som inkluderar en nettoomsättning på EUR 2.200m och ett justerat EBITDA om minst EUR 350m.

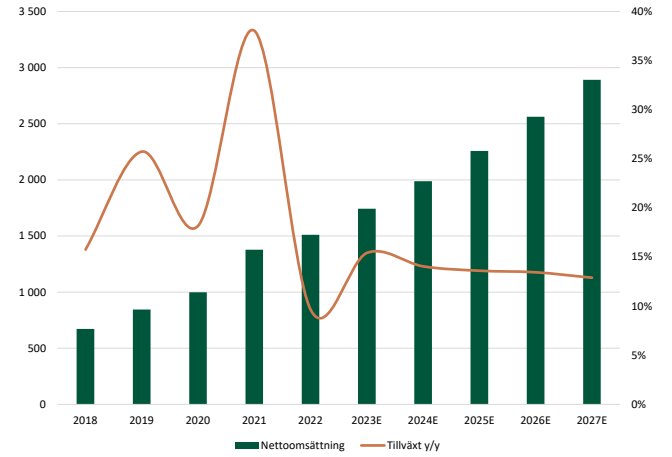
Prognosförändringar (EUR m)

		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	1743,0	1987,8	2258,2
	Tidigare	1732	1968,9	2244,5
	Diff	0,6%	1,0%	0,6%
Bruttoresultat	Nya	371,0	436,5	526,2
	Tidigare	375,5	448,9	534,2
	Diff	-1,2%	-2,8%	-1,5%
EBITDA adj.	Nya	254,4	301,8	356,0
	Tidigare	254,7	297,3	353,6
	Diff	-0,1%	1,5%	0,7%
EPS adj. (EUR)	Nya	0,139	0,280	0,507
	Tidigare	0,199	0,322	0,492
	Diff	-30,4%	-13,0%	3,1%
Bruttomarginal	Nya	21,3%	22,0%	23,3%
	Tidigare	21,7%	22,8%	23,8%
	Diff	-0,4%	-0,8%	-0,5%
EBITDA adj-marginal	Nya	14,6%	15,2%	15,8%
	Tidigare	14,7%	15,1%	15,8%
	Diff	-0,1%	0,1%	0,0%

Källa: EPB

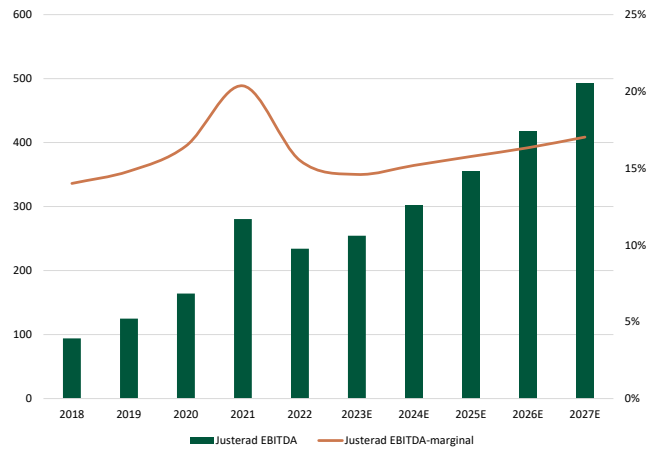
När vi zoomar ut fem år framåt räknar vi med att bolaget kommer att kunna fortsätta att hålla en hög tillväxttakt och leverera gradvisa marginalförbättringar. Vi vill dock poängtera att våra estimat inte inkluderar framtida förvärv.

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	Q3'23	Q4'23E	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E
Nettoomsättning	381,7	362,2	368,6	397,7	419,3	424,7	440,4	458,6	472,0	490,6	502,4	522,8
Kostnader för medicinska tjänster	-287,9	-284,3	-287,0	-315,4	-329,5	-335,3	-346,3	-360,9	-369,1	-384,6	-391,9	-405,7
Bruttoresultat	**93,8**	**77,9**	**81,6**	**82,3**	**89,8**	**89,4**	**94,2**	**97,7**	**102,9**	**106,0**	**110,5**	**117,1**
Distributions-, försäljnings- och marknadsföringskostnader	-15,9	-15,6	-16,8	-18,2	-18,4	-18,6	-19,4	-20,2	-20,8	-21,6	-21,6	-22,5
Administrationskostnader	-55,4	-47,1	-55,7	-55,4	-60,7	-57,6	-56,3	-56,9	-59,9	-64,3	-63,8	-63,3
Rörelseresultat (EBIT)	**22,5**	**15,2**	**9,1**	**8,7**	**10,7**	**13,2**	**18,5**	**20,6**	**22,2**	**20,1**	**25,1**	**31,4**
Övriga intäkter och kostnader	1,3	-4,6	0,4	-0,3	7,9	0,0	-0,2	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**	**-17,8**	**-12,8**	**-12,7**	**-13,2**	**-13,1**	**-12,0**
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**	**0,5**	**7,8**	**9,4**	**6,9**	**12,1**	**19,3**
Skatt	-4,8	-1,1	0,8	-0,7	-0,9	-2,5	0,0	-2,0	-2,5	-1,8	-3,1	-5,0
Periodens resultat	**12,3**	**2,9**	**-3,4**	**2,2**	**2,1**	**7,2**	**0,5**	**5,8**	**6,9**	**5,1**	**8,9**	**14,3**
Avskrivningar och nedskrivningar	40,1	37,8	39,7	44,3	43,6	45,1	46,3	45,5	45,9	47,4	47,9	48,5
EBITDA	**62,6**	**53,0**	**48,8**	**53,0**	**54,3**	**58,3**	**64,8**	**66,2**	**68,1**	**67,6**	**73,0**	**79,9**
Avskrivningar och nedskrivningar av nyttjanderättstillgångar	-14,9	-16,1	-16,1	-17,0	-17,6	-18,4	-19,0	-19,3	-19,4	-19,8	-20,4	-20,3
Ränta på leasingskulder	-4,8	-5,4	-5,8	-6,1	-6,1	-6,0	-6,2	-6,1	-6,5	-6,6	-6,5	-6,6
EBITDAaL	**42,9**	**31,5**	**26,9**	**29,9**	**30,6**	**33,9**	**39,6**	**40,8**	**42,3**	**41,2**	**46,2**	**52,9**
Justerad EBITDA	**67,5**	**56,2**	**52,8**	**57,7**	**57,4**	**61,1**	**67,1**	**68,9**	**71,0**	**70,5**	**76,7**	**83,6**
Justerad EBITDAaL	**47,8**	**34,7**	**30,9**	**34,6**	**33,7**	**36,7**	**41,9**	**43,5**	**45,2**	**44,1**	**49,9**	**56,6**
Tillväxt y/y	20,3%	3,8%	10,0%	5,7%	9,9%	17,3%	19,5%	15,3%	12,6%	15,5%	14,1%	14,0%
Vinst per aktie, just (EUR)	**0,082**	**0,011**	**-0,024**	**0,013**	**0,010**	**0,037**	**-0,007**	**0,028**	**0,035**	**0,026**	**0,048**	**0,081**
Bruttomarginal	24,6%	21,5%	22,1%	20,7%	21,4%	21,1%	21,4%	21,3%	21,8%	21,6%	22,0%	22,4%
EBIT-marginal	5,9%	4,2%	2,5%	2,2%	2,6%	3,1%	4,2%	4,5%	4,7%	4,1%	5,0%	6,0%
EBITDA-marginal	16,4%	14,6%	13,2%	13,3%	13,0%	13,7%	14,7%	14,4%	14,4%	13,8%	14,5%	15,3%
EBITDAaL-marginal	11,2%	8,7%	7,3%	7,5%	7,3%	8,0%	9,0%	8,9%	9,0%	8,4%	9,2%	10,1%
Justerad EBITDA-marginal	17,7%	15,5%	14,3%	14,5%	13,7%	14,4%	15,2%	15,0%	15,0%	14,4%	15,3%	16,0%
Justerad EBITDAaL-marginal	12,5%	9,6%	8,4%	8,7%	8,0%	8,6%	9,5%	9,5%	9,6%	9,0%	9,9%	10,8%
Operativt kassaflöde	45,8	27,8	54,5	41,3	61,4	43,6	57,5	58,8	80,1	48,9	61,0	74,2
Nettoskuld (exkl. leasing) / Justerat EBITDAaL (LTM)	1,2	1,9	2,3	3,2	3,3	3,5	3,2	2,9	2,7	2,8	2,7	2,5

Källa: EPB, Bolaget

Värdering och aktien

Vår värdering av Medicover stödjer sig i lika delar mot en DCF- och multipelvärdering. DCF-modellen baseras på explicita prognoser tio år framåt för respektive affärsdivision. Därefter utgår vi från nedanstående terminala antaganden. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 9,5% (8,5). Stigande riskpremier och räntor är anledningen till att vi har höjt vårt avkastningskrav. Vi har även gjort vissa modifieringar kring vår multipelvärdering för att få en större tyngd mot lönsamheten och därför väger vi även in EBIT-multiplar. Det vill säga att multipelvärderingen baseras på lika delar av ett snitt för EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT-multiplar för åren 2024 och 2025.

Efter prognosförändringarna får vi ett DCF-värde på 205 kr (227) och vår multipelvärdering ger ett värde på 209 kr (235). Vi sätter vårt motiverade värde inom spannet till 205-209 kr (226-228).

DCF-antaganden och värdering

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 351
Nuvärdet av terminalvärde	2 237
Företagsvärde (EV)	**3 588**
Nettoskuld inkl. leasing, senast rapporterad	915
Eget kapital	**2 673**
Antal utstående aktier, full utspädning	151,9
Eget kapital per aktie (SEK)	**205**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	3,0%
Riskpremie	5,0%
Småbolagspremie	0,0%
Extra risk-premie	1,5%
WACC	**9,5%**

Antaganden terminalvärde	
Uthållig tillväxt	3,0%
Uthållig EBIT-marginal	12,0%
Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Capex, % av omsättning	4,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	-0,8%
Skattesats	26,0%

Källa: EPB, Bolaget

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

WACC \ Uthållig EBIT-marginal	8,0%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%
8,5%	169	214	258	303	348
9,0%	149	189	228	268	307
9,5%	133	168	**205**	238	273
10,0%	119	150	181	213	244
10,5%	106	135	163	191	220

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

WACC \ Uthållig tillväxt	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
8,5%	186	217	258	319	415
9,0%	168	194	228	277	350
9,5%	152	184	**205**	243	300
10,0%	138	157	181	214	260
10,5%	125	142	163	190	228

Källa: EPB

Vår multipelvärdering tar stöd från liknande noterade bolag som är aktiva i Europa eller i Asien för att värdera Medicover. 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 - Internationellt

	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**
Apollo Hospitals*	4,0x	3,4x	3,0x	31,0x	24,2x	20,0x	42,3x	31,3x	24,9x
Fortis Healthcare*	3,8x	3,4x	3,0x	20,6x	17,5x	15,1x	27,9x	23,0x	19,1x
IHH Healthcare	3,2x	3,0x	2,9x	14,3x	13,5x	12,6x	21,5x	19,9x	18,2x
Med Life	1,7x	1,7x	1,3x	12,5x	10,2x	9,2x	24,3x	19,5x	16,8x
Ramsay Healthcare	1,5x	1,5x	1,4x	11,8x	10,8x	9,8x	23,5x	20,5x	17,8x
Sonic Healthcare	2,0x	1,9x	1,8x	9,7x	9,4x	8,6x	16,4x	16,1x	14,4x
Synlab**	1,5x	1,4x	1,3x	8,6x	7,9x	7,3x	20,8x	17,5x	16,2x
Medel	**2,5x**	**2,3x**	**2,1x**	**15,5x**	**13,4x**	**11,8x**	**25,2x**	**21,1x**	**18,2x**
Median	**2,0x**	**1,9x**	**1,8x**	**12,5x**	**10,8x**	**9,8x**	**23,5x**	**19,9x**	**17,8x**
Medicover (EPB)	1,5x	1,3x	1,2x	10,3x	8,7x	7,4x	35,4x	23,4x	16,1x

*Källa: FactSet, EPB, *brutna räkenskapsår, **under uppköp*

Värdering av jämförbara bolag - Sverige

	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**
Addlife	1,6x	1,5x	1,4x	10,6x	10,2x	9,4x	22,5x	19,8x	18,4x
Arjo	1,4x	1,3x	1,2x	7,4x	6,5x	5,9x	17,3x	13,4x	11,2x
Biotage	5,4x	4,5x	4,0x	23,7x	18,6x	14,8x	32,1x	25,8x	19,4x
Sectra	9,0x	7,9x	7,0x	40,2x	34,7x	29,5x	48,7x	41,4x	34,8x
Vitrolife	6,3x	5,7x	5,2x	19,1x	16,2x	14,6x	28,2x	22,4x	19,6x
Xvivo	11,5x	8,3x	6,3x	67,8x	31,4x	19,5x	116,5x	43,9x	24,4x
Medel	**5,9x**	**4,9x**	**4,2x**	**28,1x**	**19,6x**	**15,6x**	**44,2x**	**27,8x**	**21,3x**
Median	**5,9x**	**5,1x**	**4,6x**	**21,4x**	**17,4x**	**14,7x**	**30,2x**	**24,1x**	**19,5x**
Medicover (EPB)	1,5x	1,3x	1,2x	10,3x	8,7x	7,4x	35,4x	23,4x	16,1x

Källa: FactSet, EPB

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 sina åldrande befolkningar. För de renodlade diagnostikservicebolagen, som exempelvis Sonic Healthcare och Synlab (under uppköp), är multiplarna relativt låga, utifrån förväntad låg eller negativ tillväxt, när Covid-19-testning faller bort. De marknader de är aktiva på har till stor del även en låg underliggande tillväxt i efterfrågan.

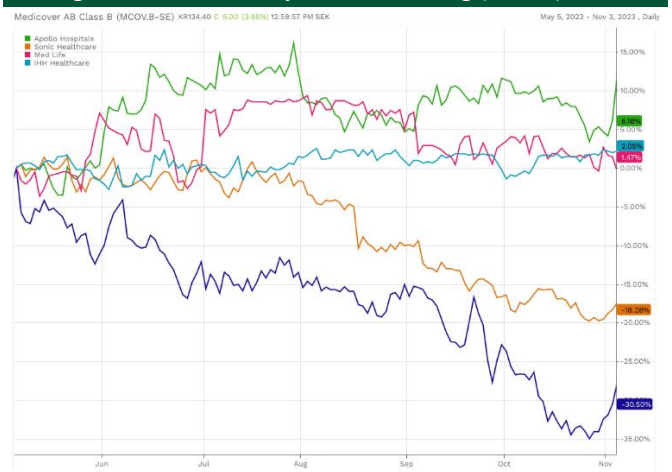
Utifrån Medicovers stora framsteg på den indiska marknaden och en tydligare tillväxtprofil än de flesta europeiska aktörer, så anser vi att det finns fog för att Medicover förtjänar att handlas till en premie mot sina närmaste peers på den europeiska

marknaden. I stället verkar aktien dragits med i den mer generella utvecklingen på Stockholmsbörsen för hälsovårdsbolag, medan vi över lag ser en helt annan kursutveckling för sjukvårdsbolag på andra aktiemarknader. Det gäller i synnerhet de indiska bolagen, men även rumänska Medlife.

Kursgraf svenska jämförbara bolag (6 mån)

Källa: FactSet, Medicover blå-graf

Kursgraf internationella jämförbara bolag (6 mån)



Källa: FactSet, Medicover blå-graf

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**580**	**672**	**844**	**998**	**1 377**	**1 510**	**1 743**	**1 988**	**2 258**
Totala intäkter	**580**	**672**	**844**	**998**	**1 377**	**1 510**	**1 743**	**1 988**	**2 258**
Kostnad sålda varor	-438	-507	-638	-734	-982	-1 175	-1 372	-1 551	-1 732
Bruttoresultat	**142**	**164**	**207**	**264**	**395**	**336**	**371**	**437**	**526**
Försäljningskostnader	-29	-35	-45	-43	-58	-67	-77	-86	-97
Administrationskostnader	-85	-95	-115	-159	-178	-214	-231	-251	-282
Övriga rörelsekostnader	53	57	74	96	111	162	181	190	193
EBITDA	**82**	**91**	**121**	**158**	**270**	**217**	**244**	**289**	**340**
Jämförelsestörande poster	-3	-3	-4	-7	-10	-17	-11	-13	-16
EBITDA, justerad	**84**	**94**	**125**	**164**	**281**	**234**	**254**	**302**	**356**
Avskrivningar	-53	-57	-74	-96	-111	-162	-181	-190	-193
EBITA, justerad	**32**	**37**	**51**	**68**	**170**	**72**	**74**	**112**	**163**
EBIT	**29**	**34**	**47**	**61**	**159**	**56**	**63**	**99**	**147**
EBIT, justerad	**32**	**37**	**51**	**68**	**170**	**72**	**74**	**112**	**163**
Finansnetto	-1	-2	-13	-24	-16	-36	-42	-51	-54
Resultat före skatt	**28**	**32**	**33**	**37**	**144**	**20**	**21**	**48**	**93**
Resultat före skatt, justerad	**31**	**35**	**38**	**44**	**154**	**37**	**32**	**61**	**109**
Total skatt	-8	-8	-9	-10	-37	-6	-5	-12	-25
Minoritetsintressen	-	-	-2	-2	-5	-2	-5	-6	-7
Nettoresultat	**20**	**24**	**23**	**26**	**102**	**12**	**10**	**29**	**61**
Nettoresultat, justerad	**23**	**28**	**27**	**32**	**112**	**29**	**21**	**43**	**77**
Intäktstillväxt	-	*16%*	*26%*	*18%*	*38%*	*10%*	*15%*	*14%*	*14%*
Bruttomarginal	*24,5%*	*24,5%*	*24,5%*	*26,4%*	*28,7%*	*22,2%*	*21,3%*	*22,0%*	*23,3%*
EBIT-marginal, justerad	*5,4%*	*5,5%*	*6,0%*	*6,8%*	*12,3%*	*4,8%*	*4,2%*	*5,6%*	*7,2%*
EPS, justerad	-	*0,20*	*0,20*	*0,21*	*0,74*	*0,19*	*0,14*	*0,28*	*0,51*
EPS-tillväxt, justerad	-	*N.m.*	*-3%*	*9%*	*>100%*	*-74%*	*-27%*	*>100%*	*81%*

Källa: Medicover, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	29	34	47	61	159	56	63	99	147
Övriga kassaflödesposter	47	49	64	95	98	154	167	179	185
Förändringar i rörelsekapital	1	-8	-24	-1	-41	-40	-8	-13	-18
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**77**	**74**	**87**	**156**	**217**	**170**	**221**	**264**	**314**
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-116	-142	-126	-334	-185	-98	-156	-181
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-54**	**-116**	**-142**	**-126**	**-334**	**-185**	**-98**	**-156**	**-181**
Fritt kassaflöde	**23**	**-42**	**-54**	**30**	**-117**	**-15**	**123**	**108**	**133**
Förändring av skulder	5	35	49	-14	175	-7	-82	-84	-88
Utdelningar	0	0	0	0	-10	-18	-18	-24	-30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**5**	**35**	**49**	**-14**	**164**	**-24**	**-100**	**-108**	**-118**
Kassaflöde	**28**	**-7**	**-6**	**16**	**47**	**-39**	**24**	**1**	**15**
Nettoskuld	**127**	**218**	**417**	**281**	**489**	**891**	**902**	**979**	**1 042**

Källa: Medicover, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	127	150	293	289	372	496	508	529	551
Övriga immateriella tillgångar	36	51	75	65	75	126	121	130	140
Materiella anläggningstillgångar	148	164	253	258	319	445	448	477	497
Finansiella anläggningstillgångar	32	57	17	30	39	36	40	35	36
Övriga anläggningstillgångar	110	117	166	180	327	396	410	441	497
Summa anläggningstillgångar	**453**	**540**	**804**	**822**	**1 133**	**1 498**	**1 527**	**1 611**	**1 721**
Varulager	31	30	37	53	72	58	55	77	85
Kundfordringar	82	92	142	149	202	227	239	276	314
Övriga omsättningstillgångar	2	28	2	0	3	0	4	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	45	38	35	87	275	49	72	73	88
Summa omsättningstillgångar	**161**	**189**	**216**	**289**	**552**	**334**	**370**	**426**	**487**
SUMMA TILLGÅNGAR	**614**	**728**	**1 020**	**1 111**	**1 684**	**1 832**	**1 897**	**2 037**	**2 208**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	300	318	360	484	562	509	512	534	583
Summa eget kapital	**300**	**318**	**360**	**484**	**562**	**509**	**512**	**534**	**583**
Långfristiga räntebärande skulder	53	126	164	153	375	473	424	465	480
Långfristiga leasingskulder	86	96	142	165	300	365	378	417	479
Övriga långfristiga skulder	52	58	72	81	122	129	120	131	138
Summa långfristiga skulder	**190**	**281**	**378**	**399**	**797**	**967**	**922**	**1 012**	**1 097**
Kortfristiga räntebärande skulder	4	5	112	15	43	42	102	95	95
Leverantörsskulder	66	78	115	149	182	182	195	219	248
Kortfristiga leasingskulder	30	29	34	34	46	60	71	76	77
Övriga kortfristiga skulder	24	18	21	29	54	72	95	102	108
Summa kortfristiga skulder	**124**	**130**	**282**	**228**	**325**	**356**	**463**	**491**	**528**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**614**	**728**	**1 020**	**1 111**	**1 684**	**1 832**	**1 897**	**2 037**	**2 208**

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%	19%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	18%	37%	34%	>100%	-57%	2%	52%	46%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	-3%	9%	>100%	-74%	-27%	>100%	81%
Bruttomarginal	24,5%	24,5%	24,5%	26,4%	28,7%	22,2%	21,3%	22,0%	23,3%
EBITDA-marginal	14,0%	13,5%	14,3%	15,8%	19,6%	14,4%	14,0%	14,5%	15,0%
EBITDA-marginal, justerad	14,5%	14,0%	14,8%	16,4%	20,4%	15,5%	14,6%	15,2%	15,8%
EBIT-marginal	5,0%	5,0%	5,5%	6,1%	11,6%	3,7%	3,6%	5,0%	6,5%
EBIT-marginal, justerad	5,4%	5,5%	6,0%	6,8%	12,3%	4,8%	4,2%	5,6%	7,2%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,1%	3,2%	3,2%	8,1%	1,9%	1,2%	2,1%	3,4%

Källa: Medicover, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	9%	8%	8%	21%	5%	4%	8%	14%
ROCE, justerad	Neg.	7%	7%	8%	16%	5%	5%	7%	10%
ROIC, justerad	Neg.	8%	8%	9%	19%	6%	5%	8%	10%

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%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	22%	39%	27%	29%	28%	31%	29%	28%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	8%	5%	2%	3%	2%	0%	2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,2x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,2x	1,3x	1,3x

Källa: Medicover, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	127	218	417	281	489	891	902	979	1 042
Soliditet	49%	44%	35%	44%	33%	28%	27%	26%	26%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,7x	1,2x	0,6x	0,9x	1,8x	1,8x	1,8x	1,8x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	2,4x	3,5x	1,8x	1,8x	4,1x	3,7x	3,4x	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	0,07	0,19	0,40
EPS, justerad	-	0,20	0,20	0,21	0,74	0,19	0,14	0,28	0,51
FCF per aktie	-	-0,31	-0,40	0,20	-0,77	-0,10	0,81	0,71	0,88
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	3,37	3,51	3,84
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

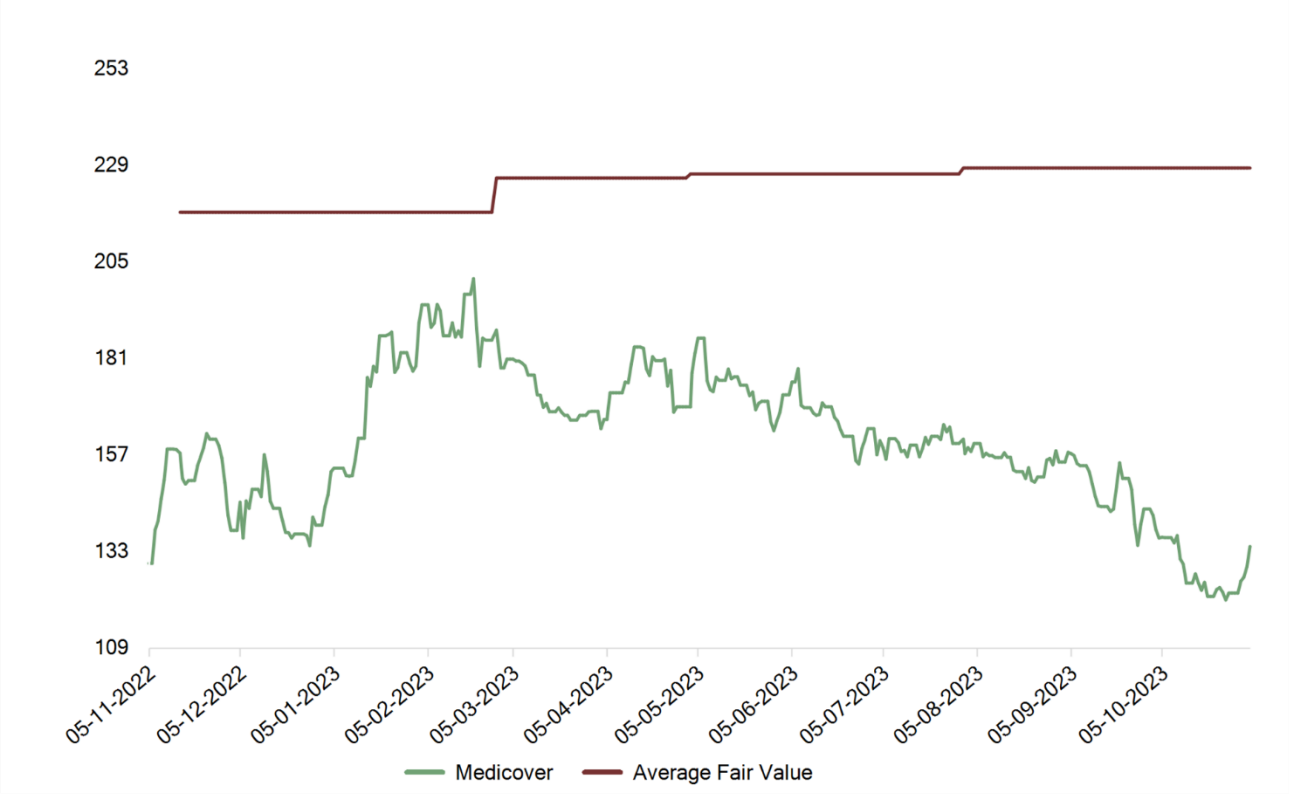
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	35,6x	52,4x	76,0x	48,8x	66,1x	82,8x	41,0x	22,6x
P/EK	Neg.	3,1x	3,9x	5,1x	9,7x	3,8x	3,4x	3,3x	3,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	82,9x	Neg.	Neg.	14,1x	16,1x	13,1x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	1%	Neg.	Neg.	7%	6%	8%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	1,0%	1,4%	1,7%	2,6%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	32,6%	16,3%	63,1%	>100%	71,4%	59,2%
EV/Sales	0,2x	1,8x	2,1x	2,7x	4,2x	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	1,5x	12,6x	14,4x	16,5x	20,8x	11,8x	10,3x	8,7x	7,4x
EV/EBIT, justerad	4,0x	31,9x	35,4x	39,8x	34,4x	38,1x	35,4x	23,4x	16,1x
EV	127	1 185	1 797	2 705	5 825	2 756	2 618	2 619	2 619
Aktiekurs	6,4	7,2	10,3	16,3	36,0	134	11,5	11,5	11,5

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 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.

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 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