

## Uppdatering: Kv2 2021

### GHP SPECIALTY CARE AB

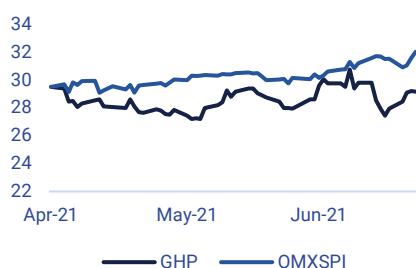
VD: Daniel Öhman  
 SO: Carsten Browall  
[www.ghp.se](http://www.ghp.se)

Bloomberg: GHP:SS  
 Reuters Eikon: GHP.ST

Lista: Nasdaq Stockholm (Small Cap)

Aktie, senast: 29,15 kronor  
 Marknadsvärde: 2 048 MSEK

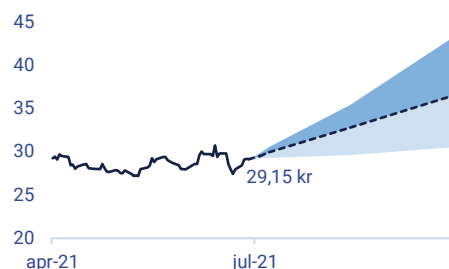
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	51,0	12,5	21,0	2,6

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	30,5	36,4	43,1
Upp-/nedsida (%)	8,5	29,6	53,4

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

**Markus Augustsson**  
 Head of Equity Research

**Richard Ramanius**  
 Associate Equity Analyst

**Jonatan Andersson**  
 Equity Analyst

**Ulf Boberg**  
 Senior Life Science Advisor

## Intressanta tillväxtmöjligheter

GHP:s intäkter var under kv2 2021 något under förväntan medan marginalerna var något bättre. Vaccineringen för nu med sig att mer normala marknadsförhållanden kan börja tydas. Vårdskulden kan därmed i större utsträckning börja driva efterfrågan. Samtidigt har flera intressanta projekt börjat ta fart. Vi gör inga större justeringar i våra prognoser och beräknar ett motiverat värde per aktie till 36,4 kronor (36,5) för de kommande 6-12 månaderna.

### Vårdbolag med naturlig plats på marknaden

Vårdföretaget GHP erbjuder effektiv vård till hög kvalitet genom specialisering. Bolaget har med lönsamhet växt i genomsnitt med 10,2 procent per år under 2015-2020. Det påvisar bolagets samhällsnytta och naturliga plats på marknaden där både patient och betalare gynnas.

### Intäkter något under förväntan men marginalen väger upp

Under det andra kvartalet 2021 redovisade GHP försäljningsintäkter på 378,9 miljoner kronor, motsvarande en organisk tillväxt på 26,4 procent. Vår prognos låg på 394,6 miljoner kronor och utfallet var således cirka fyra procent under vår förväntan. Tittar vi på sista raden överträffades dock våra förväntningar (om än marginellt) med ett resultat hänförligt till moderbolaget på 13,4 miljoner kronor jämfört med vår prognos på 13,0 miljoner kronor. Med detta har vi inte gjort några större förändringar i våra prognoser.

Staten har öronmärkt miljardbelopp för att få bukt med den växande vårdskulden. Det bland annat genom upphandling av vård från privata vårdgivare, såsom GHP. Mot bakgrund av detta förväntar vi oss en stark underliggande efterfrågan och en hög organisk tillväxt de kommande åren. Samtidigt har vaccineringen börjat få efterfrågan att tillta. Bolaget har också flera intressanta projekt som börjar ta fart. Vi bedömer att potentialen i den nya produkten under Vårdsamverkan i samarbete med Avonova kan bli värdefull över tid. I dag bedömer vi också den positiva utvecklingen inom International och pågående affärsutveckling i Saudiarabien som klart intressant.

### Motiverat värde

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 36,4 kronor (36,5) för de kommande 6-12 månaderna. Försämrade marknadsförhållanden orsakade av exempelvis mutationer och deltavarianter kan å andra sidan förskjuta den prognostiserade tillväxtkurvan.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning	1 120	1 313	1 372	1 525	1 692	1 816
EBITDA	84	151	201	216	247	269
EBIT	56	63	100	108	123	136
EBT	52	57	86	83	115	128
Periodens resultat	43	44	74	78	91	102
Resultat hänförligt till moderbol.	37	36	68	69	76	85
Utdelning/aktie (kr)	0,30	0,00	0,50	0,48	0,53	0,55
Vinst per aktie (kr)	0,55	0,53	0,98	0,99	1,08	1,21
Tillväxt, nettoomsättning	13,1%	17,2%	4,5%	11,1%	11,0%	7,3%
EBITDA-marginal	7,5%	11,4%	14,1%	13,9%	14,5%	14,7%
EBIT-marginal	5,0%	4,8%	7,0%	7,0%	7,3%	7,4%
Vinstmarginal	3,8%	3,3%	5,2%	5,1%	5,3%	5,6%
Vinstmarginal (moderbol.)	3,3%	2,7%	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%
EV/Sales (nuv.)	1,8x	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA (nuv.)	24,2x	13,6x	10,2x	9,5x	8,3x	7,6x
EV/EBIT (nuv.)	36,2x	32,4x	20,4x	18,9x	16,5x	15,0x
P/E (nuv.)	47,5x	46,8x	27,5x	26,1x	22,5x	20,1x
P/B (nuv.)	5,6x	5,9x	7,0x	7,6x	8,3x	9,0x
Direktavkastning (nuv.)	0,0%	1,0%	0,0%	1,7%	1,7%	1,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Utfall och kommentarer på andra kvartalet 2021

GHP Specialty Care AB (GHP, gruppen eller bolaget) redovisade under det andra kvartalet en nettoomsättning på 378,9 miljoner kronor. Justerat för bland annat försäljningen av Urologcentrum Odenplan uppgick den organiska tillväxten till 26,4 procent. Det var ändå något under vår förväntan. Affärssegmentet Norden driver på tillväxten med en utökad efterfrågan när vaccinationer möjliggör för marknadsförhållanden att sakta återgå till ett normalläge. Dock drogs verksamheten i Norden fortfarande med vissa problem, så som ett högt antal sjukskrivningar och ett ojämnt patientflöde. Givet att detta problem är av engångskaraktär ser framtidsutsikterna goda ut med en efterfrågan som kan fortsätta tillta när vårdskulden i större utsträckning skall och kan bearbetas. EBIT-resultatet landade på 22,2 miljoner kronor, motsvarande en EBIT-marginal på 5,8 procent (räknat på totala intäkter). Vår förväntansbild för EBIT-marginalen låg på 5,7 procent och utfallet var således marginellt bättre än våra förväntningar. En hög marginal inom affärssegmentet International var en bidragande faktor till avvikelsen. Den höga lönsamheten inom International är i sin tur kopplad till att bolaget kan erhålla den prestationsbaserade bonusen.

### Kvartal som gav tydliga signaler för framtiden

#### Tillväxt något under förväntan men marginaler väger upp

Under det första kvartalet 2021 redovisade GHP en nettoomsättning (försäljningsintäkter) på 329,9 miljoner kronor. Det motsvarar en tillväxt om 19,5 procent jämfört med samma kvartal 2020. Exkluderat intäktsstapp från försäljningen av Urologcentrum Odenplan i slutet av oktober 2020 uppgick den organiska tillväxten till 26,4 procent. Bolagets tillväxt drevs i huvudsak av affärssegmentet Norden som ser en utökad efterfråga när marknadsförhållandena börjar röra sig i rätt riktning. Samtidigt var de totala försäljningsintäkterna 4,0 procent under vår förväntansbild. Avvikelsen förklaras i huvudsak av en negativ avvikelse för affärssegmentet Norden men även för Vårdsamverkan. Se tabell nedan.

#### Utfall och prognos, Kv2 2021 (MSEK)

	Kv2, 2021A	Kv2, 2021P	Diff. (abs)	Diff. (%)
Norden	329,9	340,6	-10,7	-3%
International	20,1	20,7	-0,6	-3%
Vårdsamverkan	28,9	33,3	-4,4	-13%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>378,9</b>	<b>394,6</b>	<b>-15,7</b>	<b>-4,0%</b>
Totala intäkter	385,4	401,6	-16,2	-4,0%
EBITDA-resultat	48,8	49,4	-0,6	-1,3%
EBITDA-marginal	12,7%	12,3%		
EBIT-resultat	22,2	22,8	-0,6	-2,8%
EBIT-marginal	5,8%	5,7%		
EBT	19,8	20,9	-1,1	-5,5%
EBT-marginal	5,1%	5,2%		
Res. efter skatt	15,1	15,2	-0,1	-0,5%
Vinstmarginal	3,9%	3,8%		
Res. efter skatt (moderbol.)	13,4	13,0	0,4	3,2%
Resultat per aktie	0,19	0,18	0,01	6,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Med lägre intäkter än väntat var också lönsamheten lägre än väntat i absoluta tal. Dock, som framgår i tabell ovan, var marginalerna (räknat på totala intäkter) genomgående bättre än vad vi räknat med – om än marginellt. Detta väger således till delar upp differensen i intäkter. Exempelvis var utfallet för rörelseresultatet 22,2 miljoner kronor, jämfört med prognostiserade 22,8 miljoner kronor. Den redovisade rörelsemarginalen var 5,8 procent, vilket var över vår prognos rörande marginal som låg på 5,7 procent.

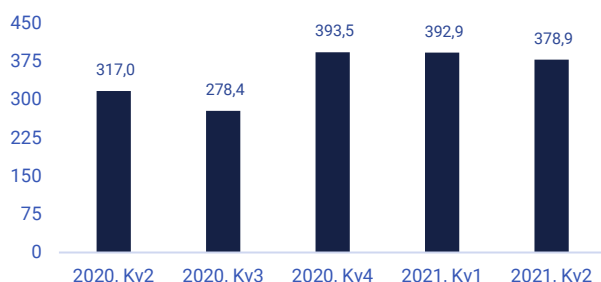
Givet att en större andel av resultat efter skatt var hänförligt till moderbolaget än vad vi räknat med blev resultat per aktie till och med något bättre än väntat, 0,19 kronor per aktie jämfört med prognostiserade 0,18 kronor per aktie.

#### Norden tar större plats i intäktsfördelningen

Givet Nordens tillväxt ökade segmentet sin andel av nettoomsättningen till 87,1 procent under första kvartalet 2021. Se graf nedan till höger. Denna utveckling är också en effekt

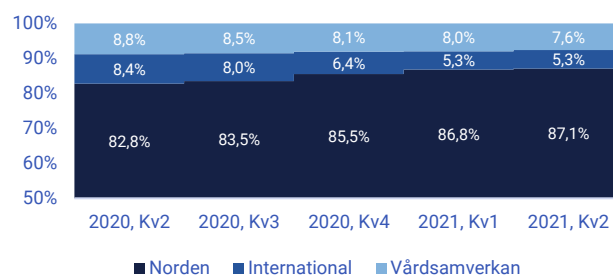
av att International sedan första kvartalet 2021 redovisar intäkter i linje med utkastet till de nya villkoren i managementkontraktet i Förenade Arabemiraten.

### Total nettoomsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Intäktsfördelning affärssegment



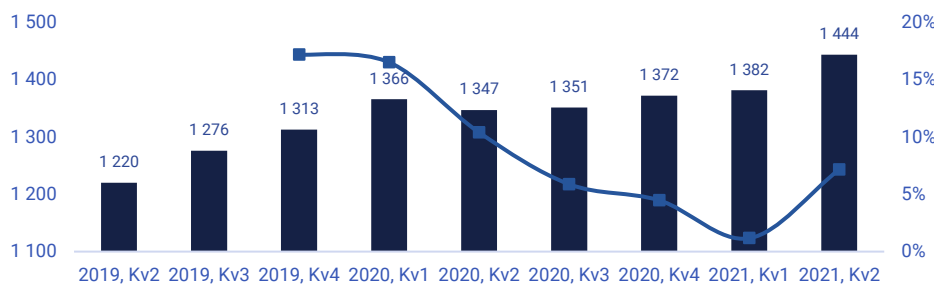
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Intäktsfördelningen är också intressant från ett lönsamhetsperspektiv. Givet att International kan återhämta sig (exempelvis genom nya kontrakt) bör också bolagets marginal kunna lyftas ytterligare då International har en klart bättre lönsamhet än både Norden och Vårdsamverkan.

### Nya rekord rullande 12 månader

Ser vi till rullande 12 månader kunde GHP åter en gång redovisa nytt rekord rörande total nettoomsättning och rörelseresultat. Som framgår i grafen nedan uppgick försäljningsintäkterna till 1 444 miljoner kronor rullande 12 månader efter det andra kvartalet 2021. Det motsvarar en tillväxt jämfört med rullande 12 månader vid utgången av andra kvartalet 2020 på 7,2 procent. Notera trendvändningen i tillväxttakt på årsbasis vilket är ett tydligt tecken på en återhämtning på marknaden. Väl värt att notera är att jämförelsesiffran innehåller intäkter från det numera avyttrade Urologcentrum Odenplan. Jämförelsetalet från det andra kvartalet 2020 var också pressat i kölvattnet av pandemin.

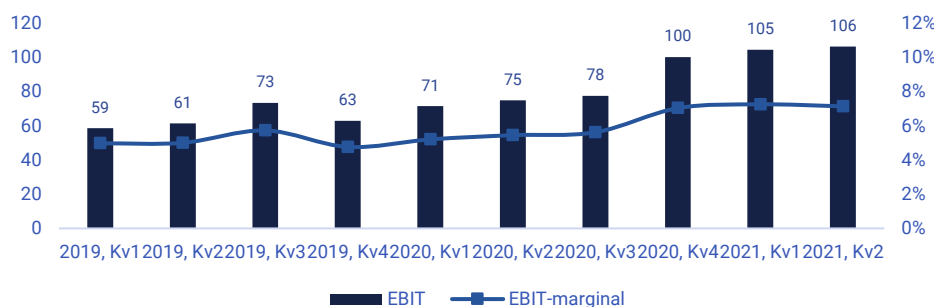
### Nettoomsättning RTM (MSEK) och tillväxt, årsbasis (%)



RTM = Rullande 12 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Nedan visas EBIT-resultat på rullande 12 månader jämte marginal rullande 12 månader.

### Redovisat rörelseresultat RTM (MSEK) och marginal (%)



RTM = Rullande 12 månader. Inkluderat reavinst på 19,8 miljoner kronor under kv4 2020 (försäljning Urologcentrum Odenplan). Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

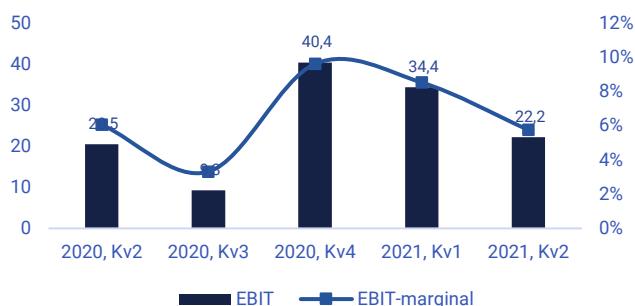
## Förbättrad lönsamhet

I termer av lönsamhet på EBIT-nivå var marginalen under det andra kvartalet 2021 5,8 procent räknat på totala intäkter. Genomsnittet för samma kvartal de re senaste åren ligger på 5,4 procent. Samma kvartal 2020 var EBIT-marginalen 6,1 procent. Den försämrade marginalen jämfört med samma kvartal föregående år kan rimligtvis till delar förklaras av ett ojämnt patientflöde i Danmark. Det ojämnta patientinflödet beror i sin tur på att de danska sjukhusen i stor utsträckning har börjat anlita privata vårdgivare men snarare stötvist än i en jämn och förutsägbar takt. Effekten av detta var att bolaget under perioder var överbelastat, vilket i sin tur höll tillbaka marginalerna.

Ett ojämnt patientflöde från sjukhusen kan således även bli fallet i Sverige. Detta är så klart en risk med till den tilltagande efterfråga som vi ser framför oss. Dock tror vi att beroendet av privata vårdgivare givet rådande situation kommer ge förhandlingskraft.

Nedan visas det redovisade rörelseresultatet och rörelsemarginal (åter räknat på totala intäkter) jämte kostnadsfördelningen.

### Redovisat rörelseres. (MSEK) och rörelsemarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Kostnadsfördelning

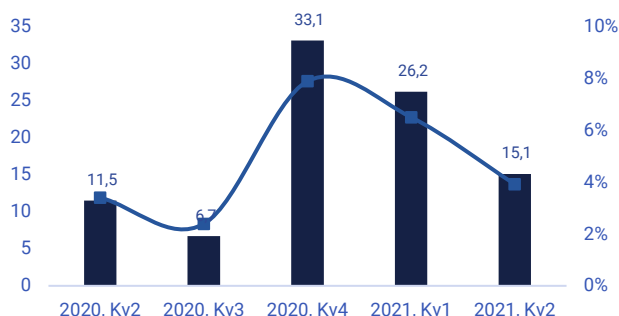


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Periodens resultat och vinst per aktie

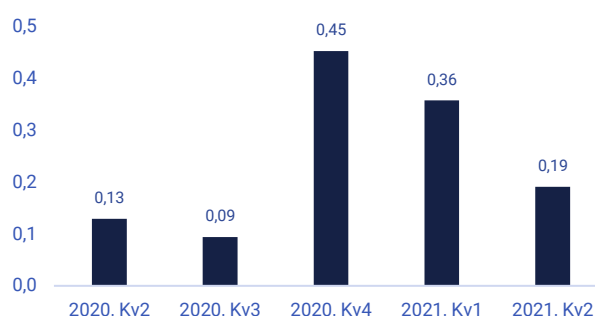
Under andra kvartalet 2021 redovisade bolaget en vinst efter skatt om 15,1 miljoner kronor. Vinst efter skatt hänförligt till moderbolaget var 13,4 miljoner kronor. Det motsvarar cirka 83,3 procent av den totala vinsten.

### Periodens resultat (MSEK) och vinstmarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Vinst per aktie (kronor)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinst per aktie uppgick till 0,19 kronor. Det motsvarar en tillväxt om 47,8 procent jämfört med samma kvartal föregående år.

## Norden: Fortsatt förbättrad lönsamhet och goda utsikter

Norden genererade en nettoomsättning på 329,9 miljoner kronor, vilket motsvarade cirka 87,1 procent av bolagets totala nettoomsättning. Tillväxten uppgick till 19,1 procent i års-takt. Justerat för försäljningen av Urologcentrum Odenplan per den 28 oktober 2020 var den organiska tillväxten hela 32,7 procent. Den goda tillväxten är ett styrketecken och signalerar att efterfrågan börjar återhämta sig.

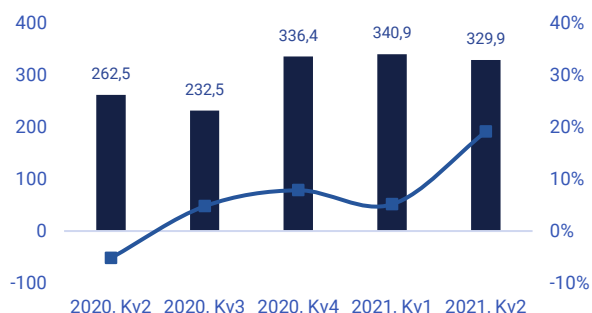
Som tidigare nämnts, med en växande vårdskuld och öronmärkta pengar för att reducera denna, bedömer vi att förutsättningarna är goda för fortsatt stark tillväxt kommande kvartal och år för GHP och dess samtliga marknader, men särskilt i Norden. För att kunna växa organiskt och möta den tilltagande efterfrågan utökas kapaciteten på de befintliga kliniker samtidigt som nya avses öppna upp. Bolaget arbetar med ett flertal uppstartsprojekt parallellt, varav de två längst gångna rör en klinik i Malmö och en i Göteborg.

Samtidigt skall det noteras att utöver tidigare nämnda problematik i Danmark med ett ojämnt och oförutsägbart patientflöde hämmades affärssegmentet på andra sätt av pandemin. Antalet avbokningar var fortfarande högre än "normalt" under det andra kvartalet. Om inte de avbokade tiderna kan ersättas med nya bokningar innebär detta uteblivna intäkter men oförändrad kostnadsbild. Trenden över hela kvartalet var dock positivt med ett lägre antal avbokningar under slutet av kvartalet, jämfört med i början av kvartalet. Med andra ord ser det ut som antalet avbokningar utvecklas i en riktning mot "normalläget".

Under pandemin har affärssegmentet även hyrt ut personal för att stötta sjukhusen. Den uthyrda personalen har gjort en bra och värdefull insats men också utsatts för hög smittningsrisk och hårda arbetsförhållanden. Detta har tagit ut sin rätt i form av en hög sjukfrånvaro på bolagets kliniker som i sin tur reducerar GHP:s kapacitet. Vi bedömer dock att detta problem är mer av engångskaraktär.

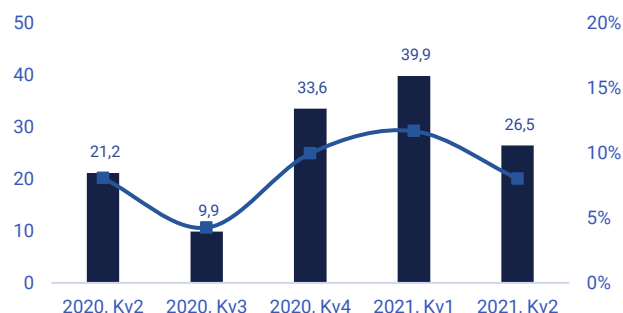
Nedan visas affärssegmentet Nordens nettoomsättning och rörelseresultat på kvartalsbasis.

#### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt, årsbasis (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### EBIT-resultat (MSEK) och EBIT-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Som framgår i den högra grafen ovan uppgick affärssegmentets EBIT-resultat till 26,5 miljoner kronor under det andra kvartalet. Marginalen landade på 8,0 procent. Det kan jämföras med genomsnittet för samma kvartal de tre senaste åren som är 8,2 procent. Nordens lönsamhet pressades som tidigare nämnts bland annat av ett ojämnt flöde i Danmark.

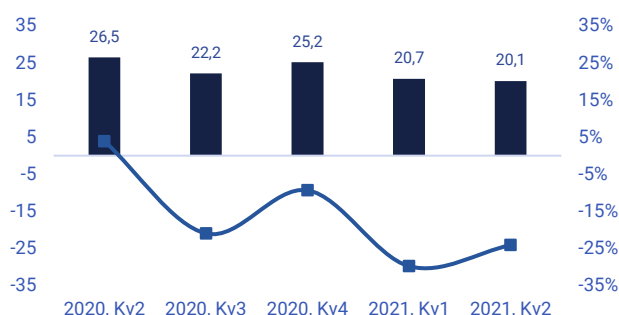
### International: Fortsatt arbete i motvind men långsiktiga möjligheter

Avtalet i Förenade Arabemiraten löpte formellt fram till den sista februari 2021. Villkor för fortsatt samarbete är enligt bolaget på plats och bolaget har också arbetat och redovisat resultat efter dessa sedan det första kvartalet 2021. Samtidigt finns inget signerat avtal ännu. Enligt bolaget är utdragna förhandlingsprocesser dock vanligt förekommande i detta område.

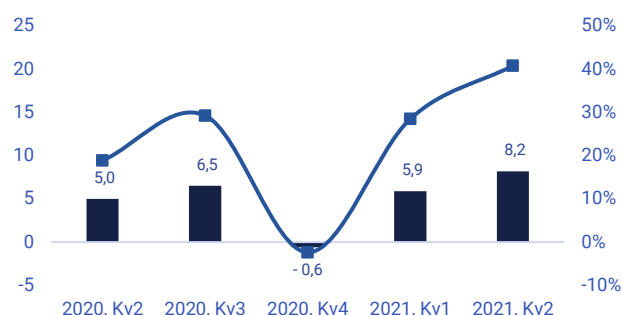
Affärssegmentet kämpade i mångt och mycket på i motvind under det första kvartalet 2021. Motvinden har dock börjat avta under det andra kvartalet. Sjukhusen i Förenade Arabemiraten har enligt bolaget utvecklats väl. I Kuwait har även det nyöppnade sjukhuset utvecklats väl med god tillväxt. Det trots att Covid-19-patienter fortfarande tar upp en stor del av kapaciteten vid sjukhusen i Förenade Arabemiraten och att restriktionerna fortfarande är förhållandevis hårda över lag runt den arabiska halvön.

Affärssegmentets nettoomsättning uppgick till 20,1 miljoner kronor. Det motsvarar en negativ tillväxt om minus 24,2 procent jämfört mot samma kvartal föregående år. Den negativa utvecklingen är till största delen hänförligt till den nya ersättningsmodellen.

Nedan visas Internationals nettoomsättning och rörelseresultat på kvartalsbasis.

**Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt, årsbasis(%)**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

**EBIT-resultat (MSEK) och EBIT-marginal (%)**


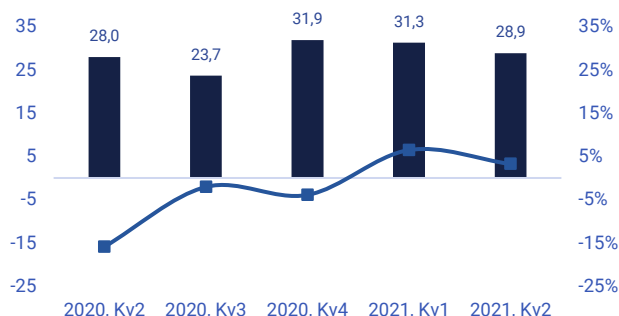
Nedstället under det fjärde kvartalet 2020 förklaras till största delen av en engångseffekt från nedskrivningen av fordran.  
 Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Som framgår i den högra grafen ovan redovisade International ett rörelseresultat på 8,2 miljoner kronor under det andra kvartalet 2021. Det motsvarar en hög marginal på 40,8 procent. Under samma kvartal 2020 var affärssegmentets rörelsemarginal 18,9 procent och tydligt pandemipåverkat. Genomsnittet för samma kvartal under åren 2018 till 2019 är 32,2 procent. Den höga marginalen bedöms av oss till stor del förklaras av att bolaget lyckats erhålla en stor del av den prestationsbaserade bonusen samtidigt som verksamheten till viss utsträckning inte är fullbemannat givet restriktioner.

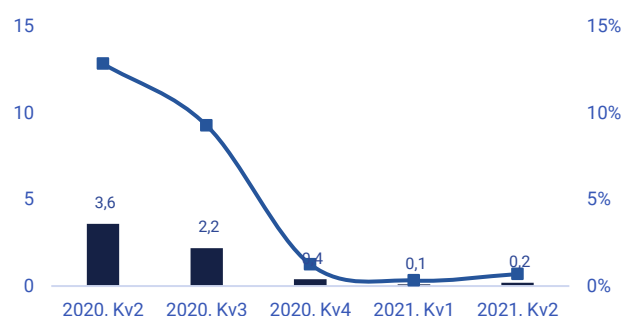
GHP har som bekant även en avdelning i Förenade Arabemiraten som jobbar med att knyta sig an nya avtal. I Saudiarabien lider cirka 18,3 procent av den vuxna befolkningen av diabetes. Denna siffra har kommit upp med en hög andel överviktiga – enligt WHO är siffran 68,2 procent. Med detta sagt finns således ett stort behov av en aktör som GHP i landet för att möta de hälsoutmaningar som till synes tycks växa snabbt. I kvartalsrapporten framgår att flera viktiga möten hållits med hälsoministeriet. Något som tidigare inte var möjligt givet hårdare restriktioner. Med andra ord börjar alltså affärsutvecklingen kunna pågå under mer normala förhållanden.

**Vårdsamverkan**

Vårdsamverkan redovisade en nettoomsättning på 28,9 miljoner kronor under andra kvartalet 2021. Tillväxten uppgick till 3,2 procent. Som tidigare nämnts hade vi dock förväntat oss en starkare tillväxt. Att pandemin utvecklas i rätt riktning har uppenbarligen inte en lika tydlig effekt på Vårdsamverkan jämfört med Norden.

**Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt, årsbasis (%)**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

**EBIT-resultat (MSEK) och EBIT-marginal (%)**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Affärssegmentets rörelseresultat landade på 0,2 miljoner kronor motsvarande en rörelsemarginal på 0,7 procent. För jämförelsekvartalet, det andra kvartalet 2020, var rörelseresultatet 3,6 miljoner kronor och rörelsemarginalen 12,9 procent. Skillnaden förklaras i stor utsträckning av att bolaget inte kunde ta kostnader (köpa in vård) i samma utsträckning då pandemin härjade som värst under jämförelsekvartalet.

## Investment case, prognoser och värdering

GHP är ett vårdföretag som genom specialisering och en hög volym av ingrepp per läkare ger sina patientgrupper vård av högre kvalitet än andra leverantörer, såsom sjukhus. GHP är ett lönsamt och växande bolag som bidrar med samhällsnytta – det motiverar också bolagets plats på marknaden. En tilltagande vårdskuld liksom statligt stöd kan ge ny energi till GHP under andra halvan av 2021 och 2022. Samtidigt som pandemin håller tillbaka utvecklingen även under delar av 2021 finns ett antal värde-triggers, så som nya samarbeten inom Vårdsamverkan och/eller International. Vi förväntar oss att bolaget kommer att växa betydligt snabbare än sina sektorkollegor till förbättrad lönsamhet. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 36,4 kronor (36,5) för de kommande 6-12 månaderna.

### Bra förutsättning för accelererad tillväxt med triggers

GHP driver i dag tre affärssegment, varav affärssegmentet Norden är det största. Under Norden drivs i dag 21 specialistkliniker. Ytterligare kliniker är under uppstart för att kunna möta den ökade efterfrågan och växa organiskt. Vården på specialistklinikerna finansieras i huvudsak av offentliga medel, men även av privata medel.

Under 2016 tillkom affärssegmentet International. Segmentet driver fyra kliniker i Förenade Arabemiraten och ett nystartat sjukhus i Kuwait. Verksamheten under International innebär i stora drag att bolaget rekryterar en ledningsgrupp till sjukhusen vars främsta uppgift är att effektivisera organisationen och förbättra kvaliteten på vården. Betalning erhålls som en fast ersättning och en rörlig komponent baserat på olika KPI:er (nyckeltal).

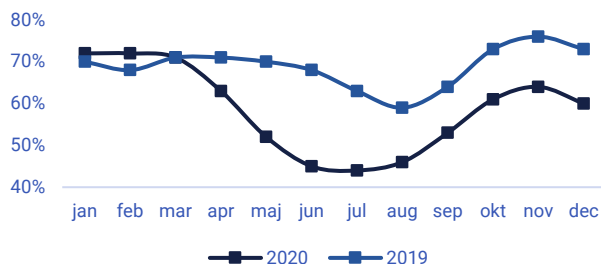
Det tredje affärssegmentet, Vårdsamverkan, tillkom även detta under 2016 och tar ett helansvar för en viss patientgrupp från i huvudsak försäkringsbolag. Helhetsansvar innebär att bolaget tar ansvar för patienten och leder denne genom hela vårdkedjan, från besök till rehabilitering. Bolaget har en fast ersättning per försäkrad patient som är oberoende av vilken vård den försäkrade får. Ersättning erhålls även av en viss variabel ersättning per patient som är kopplad till besparingar som försäkringsbolaget uppnår.

Historiskt har bolaget växt kontinuerligt varje år sedan bildandet 2006 – organiskt och genom förvärv. Det påvisar att GHP levererar kvalitet både för patient liksom betalare och därmed har en naturlig plats på marknaden. Nu när den seglivade pandemin visar tecken på att blåsa förbi med hjälp av vaccinationer ser vi goda förutsättningar för tillväxten att accelerera ytterligare. Därtill finns flertalet triggers som kan göra tillväxtkurvan än brantare och öka koncernens lönsamhet.

### Öronmärkta miljardbelopp för sjukvård kan gynna GHP

Enligt vårdgarantin skall en patient få behandling inom 90 dagar efter beslut om behandling. Måluppfyllelsen har kontinuerligt minskat sedan 2012, vilket påvisar svagheter i vårdsystemet. Detta brukar benämnas som en vårdskuld. I kölvattnet av Covid-19-pandemin har måluppfyllelsen sjunkit ytterligare. Det innebär att de redan långa vårdköerna ökat. Se graf nedan till vänster.

#### Utveckling årlig måluppfyllelse alla regioner



Källa: Sveriges Kommuner och Regioner

#### Extra statliga tillskott regioner och kommuner (mrdSEK)



Källa: Sverige Kommuner och Regioners ekonomirapport, oktober 2020

För att komma till rätta med denna vårdskuld har regeringen beslutat skjuta till miljardbelopp till kommuner och regioner. Fyra miljarder kronor om året för 2021 och 2022 är öronmärkta till regionerna för att minska vårdköerna. Detta kommer att ske dels genom

Miljardbelopp är öronmärkta för att reducera vårdköer.

finansiering av offentliga vårdinrättningar, dels genom upphandling av vård och behandling från privata vårdgivare, såsom GHP. Vi bedömer att GHP står väl rustat för att ta hand om ett ökat antal patienter samtidigt som bolaget kan bygga ut sin verksamhet. Kombinationen således kan leda till hög organisk tillväxt de kommande åren, liksom en utökad marknadsandel över tid.

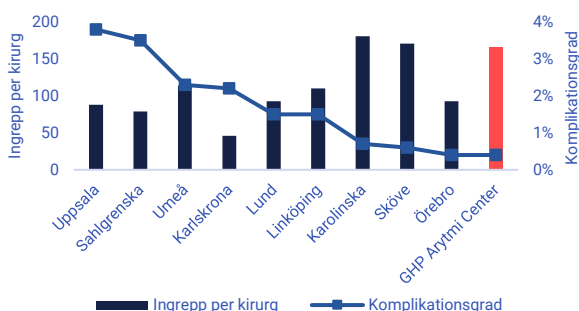
Marknadsandelen kan bli allt viktigare. På sikt tror vi även att dagkirurgi i allt högre utsträckning kommer att flyttas ut till mindre specialistkliniker medan omfattande operationer och akutvård finns kvar på sjukhus. Detta skulle gynna en renodlad aktör som GHP.

### Högre effektivitet och kvalitet banar vägen

GHP får en lägre ersättning per ingrepp av regionen än ett regionsjukhus, enligt bolaget i genomsnitt 20-30 procent. Det medför reducerade vårdkostnader. Samtidigt genomförs i genomsnitt på GHP:s kliniker över 100 ingrepp per år och läkare, vilket är en högre siffra än på regionsjukhusen. Studier visar också att ökade volymer leder till högre kvalitet och bättre utfall – kirurgi är ett hantverk som måste utföras regelbundet för att utveckla och förfina färdigheten. Sammantaget kan alltså GHP erbjuda vård till lägre kostnad men med högre kvalitet.

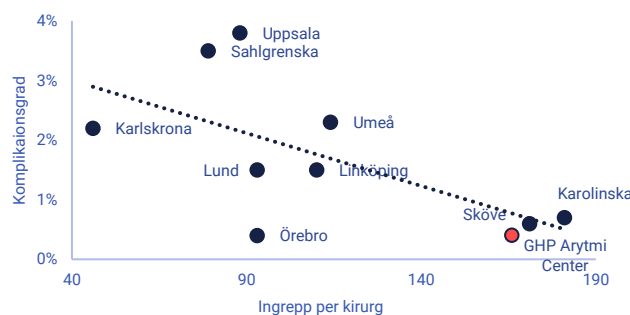
Hög volym ger färdighet vilket leder till förbättrad kvalitet och lägre komplikationsgrad.

### Samband mellan antal ingrepp och komplikationsgrad



Källa: National Quality Registry for Catheter Ablation, 2018 och Carlsquare

### Samband mellan antal ingrepp och komplikationsgrad



Källa: National Quality Registry for Catheter Ablation, 2018 och Carlsquare

### Ytterligare triggers

#### Nya kontrakt runt arabiska halvön kan öka tillväxten och förbättra lönsamheten

GHP har ett eget kontor i Förenade Arabemiraten som jobbar med affärsutveckling. Som nämnts ovan har affärsutvecklingen runt den arabiska halvön nu saktat börjat komma i gång igen när restriktioner i kölvattnet av pandemin börjas släppas på. Nya managementkontrakt kan bidra till tillväxt och därmed ett utökat intäktsbidrag från Internationals till bolagets totala omsättning. I ett sådant scenario kommer även bolagets sammantagna lönsamhet att höjas. Det då International har en betydligt bättre lönsamhet än GHP:s övriga två affärsgränar.

International har höga marginaler som på årsbasis legat mellan cirka 20 procent och cirka 41 procent.

International är samtidigt kopplat till högre risk då kontraktet typiskt löper i omgångar om fem år. Som vi tidigare nämnts pågår omförhandlingar om kontraktet i Förenade Arabemiraten. Framsteg görs och bolaget hoppas att ett avtal kan vara på plats inom kort.

#### Möjlighet till nya avtal inom Vårdsamverkan

Intäktsmodellen under Vårdsamverkan är inte ny utan är förhållandevis vanligt förekommande i exempelvis Finland. Från GHP:s perspektiv bygger affärsmodellen på att optimera vården – alltså ge rätt vård så tidigt som möjligt. Det medför att det finns ett inbyggt incitament att motverka överkonsumtion av vård, som bland annat finns i USA. Då Vårdsamverkan medför besparingar för försäkringsbolagen och samhället i stort tror vi att det finns goda förutsättningar för affärssegmentet att växa över tid genom utökning av befintliga eller nya samarbeten.

Utökade samarbeten eller tillkommande samarbetspartners är en trigger som kan lyfta intäkterna till nya nivåer.

GHP har nyligen utvecklat en ny sjukvårdsförsäkring i samarbete med Avonova. Produkten kommer lanseras i augusti 2021. Avonova har en befintlig kundbas på cirka en miljon försäkrade. Det motsvarar cirka en tredjedel av marknaden och potentialen är således stor och denna kundbas kan konverteras. Samtidigt är sjukvårdsförsäkringen unik med moderna inslag som en patientportal för ökat patientengagemang. Det kan således också vara en anledning för nya kunder att ansluta. Denna utveckling kommer bli intressant att följa och kan etablera bolaget ytterligare inom denna nisch som vi tror har en bra framtid.



## Prognoser

### Bra förväntad tillväxt till förbättrad lönsamhet

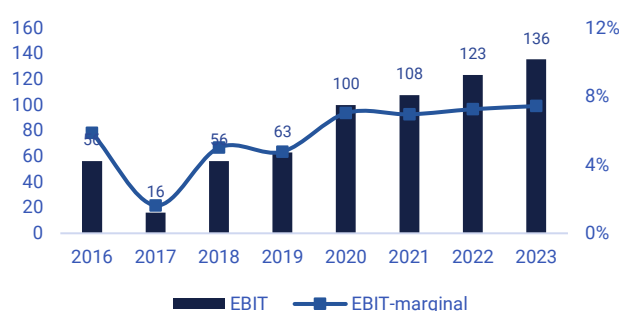
Givet utfallet för det andra kvartalet 2021 har vi endast gjort mindre förändringar i våra prognoser. Under 2021 räknar vi med att bolaget genererar totala försäljningsintäkter på 1 525 miljoner kronor. Det motsvarar en tillväxt på 11,1 procent. I vårt scenario fortsätter GHP växa starkt även efterföljande år med fortsatt hög efterfråga. Över den prognostiserade perioden förväntar vi oss att bolaget i genomsnitt växer med 9,8 procent per år under åren 2021–2023. Samtidigt är bolagets avsikt är att i genomsnitt växa med 15 procent organiskt, alltså exkluderat förvärv. Vi ligger således aningen under bolagets målbild. Innan vi närmar oss bolagets egen målbild vill vi gärna se ytterligare tecken på att bolagets strategi lyckas – att själva bygga nya kliniker är lyckosamt och att tillräckligt med resurser kan rekryteras. Vi vill också se tecken på att satsningen med Avonova inom Vårdsamverkan flyger.

#### Nettoomsättning, 2016-2023P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

#### EBIT-resultat (MSEK) och rörelsemarg. (%), 2016-2023P



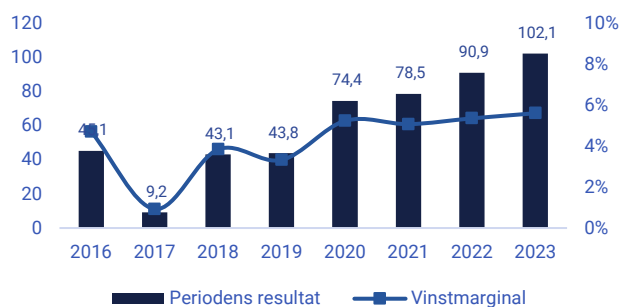
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Under helåret 2021 räknar vi med ett redovisat rörelseresultat om cirka 108 miljoner kronor. Det motsvarar en rörelsemarginal om 7,0 procent. Vi räknar med att rörelsemarginalen stiger till 7,4 procent till 2023. Bolagets målbild är att kunna leverera en EBIT-marginal som överskrider sju procent.

Efter justeringar för försäljningen av Urologcentrum Odenplan och nedskrivningen av fordran under International, landande EBIT 2020 på 85,6 miljoner kronor.

Vi modellerar med en vinst efter skatt om 78,5 miljoner kronor under 2021. Vinst hänförlig till moderbolaget är antaget till cirka 69,4 miljoner kronor, vilket motsvarar en vinst per aktie om 0,99 kronor.

#### Vinst efter skatt (MSEK) och vinstmarg. (%), 2016-2023P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

#### Vinst per aktie, 2016-2023P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

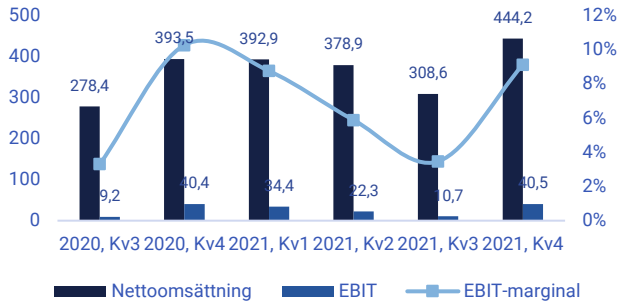
### Prognoser per affärssegment

Vi tror att affärssegmentet Norden kommer driva på bolagets totala tillväxt givet goda marknadsförutsättningar. I vårt scenario växer Norden i genomsnitt med 9,8 procent per år över perioden 2021-2023. Givet nya villkor för verksamheten i Förenade Arabemiraten räknar vi dock med en negativ genomsnittlig tillväxttakt om minus 2,4 procent för affärssegmentet International under den prognostiserade perioden 2021-2023. Samtidigt finns som tidigare nämnts tydliga potentiella triggers i form av nya kontrakt eller uppstart av andra verksamheter. För vårdsamverkan är vi fortfarande förhållandevis återhållsamma och modellerar med en genomsnittlig tillväxttakt per år över perioden 2021-2023 om 2,3 procent.

Tecken på att lansering av den nya produkten i samarbete med Avonova flyger skapar således uppsida till våra prognoser.

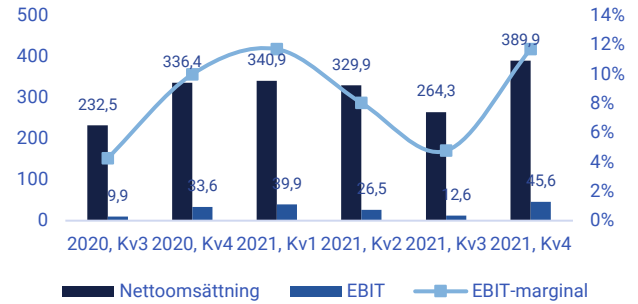
Nedan visas våra prognoser för nettoomsättning, rörelseresultat och rörelsemarginal för GHP och de tre affärssegmenten. Kostnadsstället Övrigt som innefattar koncerngemensamma poster gör att rörelseresultatet för de tre affärssegmenten inte adderar upp till GHP:s totala rörelseresultat.

### GHP: Intäkter, EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



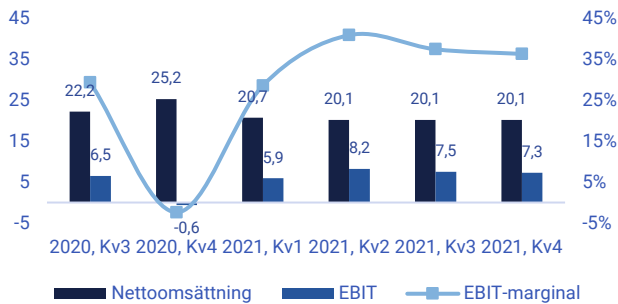
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Norden: Intäkter, EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



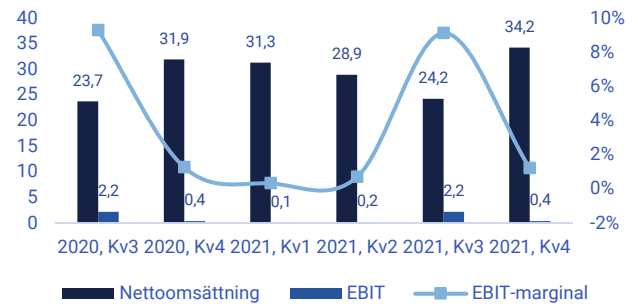
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### International: Intäkter, EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Vårdsamverkan: Intäkter, EBIT (MSEK) och EBIT-marg. (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde per aktie = 36,4 kronor

För att beräkna ett motiverat värde i ett basscenario har vi diskonterat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell under den prognostiserade perioden 2021-2023. Genom denna metod beräknas ett motiverat värde per aktie i ett basscenario om 36,4 kronor (36,5).

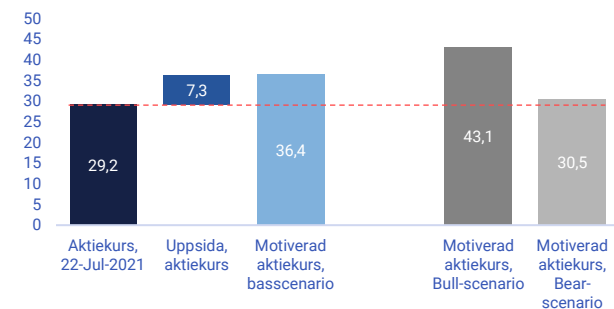
Vi räknar med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 9,7 procent fram till 2023. Samma år förväntar vi oss en rörelsemarginal om 7,5 procent.

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario 2021P

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	332	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,3%	CAGR, 2020-2023	9,8%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	2 613	Marknadsriskpremie	7,7%	EBITDA-marginal, 2023	14,7%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>2 945</b>	Småbolagspremie	2,0%	EBIT-marginal, 2023	7,4%
Nettolåneskuld/kassa (exkl. IFRS)	7	Beta	1,2x	Skattesats	20,4%
Totalt aktievärde	2 953	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>11,9%</b>	Bolagsspec. tillägg	0% av Re
Put options och minoritetsintressen	-394			Disk.ränta TV	9,0%
<b>Aktievärde, koncernintresse</b>	<b>2 558</b>	Skattejust. Kreditränta	2,0%		
		Belåningsgrad	30,0%		
Befintligt antal aktier	70,3			<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Nya akter	0,0	WACC	8,9%	EV/Sales, 2021P	1,9x
Antalet aktier	70,3	Bolagsspec. Tillägg	0,0%	EV/Sales 2022P	1,7x
				EV/EBIT 2021P	27,3x
<b>Värde per aktie, basscenario</b>	<b>36,4</b>	<b>Disk.ränta</b>	<b>8,9%</b>	EV/EBIT, 2022P	23,9x

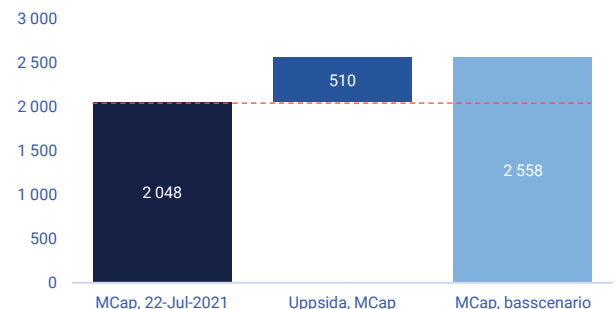
Källa: Carlsquare prognoser

### Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

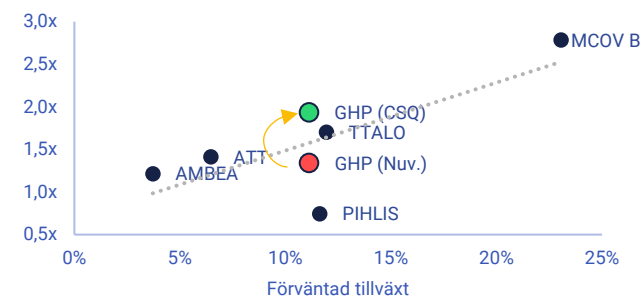
### Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

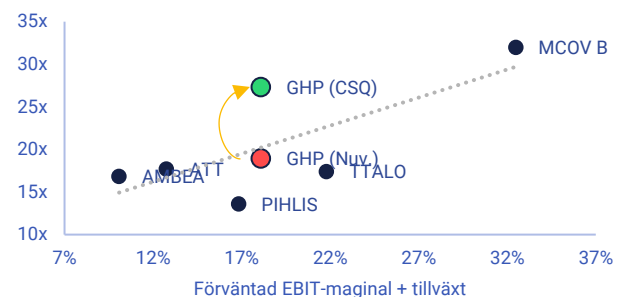
Värderingen motsvarar en EV/Sales-multipel om 1,9x den prognostiserade nettoomsättningen för 2021 och en EV/EBIT-multipel på 27,3x vår prognos för EBIT-resultat under samma år. Listade företag verksamma inom sjukvård i Norden handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel om 1,4x och EV/EBIT-multipeln om 19,6x. Premien i förhållande till andra vårdföretag listade i Norden motiveras av en förväntad god tillväxt som överstiger många av sektorkollegornas. Se grafer nedan.

### EV/Sales, basscenario 2021P



GHP (Nuv.) = Multipel baserat på rådande värdering.  
 GHP (CSQ) = Implicit multipel från Carlsquare värdering  
 Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

### EV/EBIT, basscenario 2021P



GHP (Nuv.) = Multipel baserat på rådande värdering.  
 GHP (CSQ) = Implicit multipel från Carlsquare värdering  
 Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

Implicita värderingsmultiplar	2019	2020	2021	2022	2023
P/S	2,0x	2,0x	1,8x	1,6x	1,5x
P/E	71,1x	46,3x	50,7x	33,1x	29,7x
EV/Sales	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x	1,6x
EV/EBITDA	20,4x	15,8x	15,4x	12,3x	11,3x
EV/EBIT	46,8x	29,4x	27,3x	23,9x	21,7x

Källa: Carlsquare prognoser

### Bull-scenario och Bear-scenario

För att beräkna ett motiverat värde i ett mer optimistisk Bull-scenario har vi justerat upp den genomsnittliga tillväxttakten på årsbasis från 9,8 procent till 11,8 procent. Den justerade rörelsemarginalen är uppjusterad över den prognostiserade perioden för att år 2023 landa på 9,0 procent, upp från 7,0 procent i basscenariot. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bull-scenariot om 43,1 kronor per aktie.

För att beräkna ett motiverat värde i ett mer konservativt Bear-scenario har vi justerat ned den genomsnittliga tillväxttakten på årsbasis till 7,8 procent. Den justerade rörelsemarginalen är nedjusterad över den prognostiserade perioden för att landa på 5,0 procent år 2023. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bear-scenariot om 30,5 kronor per aktie.

### Kompletterande multipelvärdering

I en kompletterande multipelvärdering beräknas ett värde per aktie om 35,0 kronor per aktie. Det är i linje med eller något under vårt motiverade värde beräknat i vår DCF-modell. De använda multiplarna är framtagna genom en regressionsanalys med variablerna EV/Sales-multipel och tillväxt samt EV/EBIT-multipel och tillväxt plus EBIT-marginal för 2021P.

### Multiplar, listade branschkollegor

Bolag	EV/Sales, 2021P	EV/EBIT, 2021P
Ambea AB (publ)	1,3x	20,6x
Attendo AB (publ)	1,5x	23,2x
Humana AB	0,8x	13,9x
Medicover AB	3,0x	32,2x
Terveystalo Oyj	1,8x	18,7x
Pihlajalinna Oyj	0,8x	15,7x
<b>Median</b>	<b>1,4x</b>	<b>19,6x</b>
Genomsnitt	1,5x	20,7x
Max	3,0x	32,2x
Min	0,8x	13,9x

Implicit värdering GHP	Sales	EBIT
<b>Använd multipel</b>	<b>1,7x</b>	<b>28,7x</b>
CSQ förväntning GHP, 2021	1 525	108
Implicit EV	2 566	3 094
Hänförligt till innehavare utan bestämmande inflytande	-343	-414
Skuld	-159	-159
Kassa	166	166
Put options	0	0
Aktievärde efter minoritetsintressen	2 230	2 687
Antal utestående aktier (milj. stycken)	70,3	70,3
Implicit värde per aktie (kronor)	31,7	38,2
<b>Motiverat värde per aktie (kr)</b>	<b>35,0</b>	
Implicit EV/Sales, 2021	1,8x	
Implicit EV/EBIT, 2021	25,9x	

Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

### Risker

På kort sikt är de största riskerna för GHP kopplade till Covid-19 och verksamheten i Förenade Arabemiraten. Ytterligare restriktioner eller en potentiell nedstängning av samhället i kölvattnet av Covid-19 skulle kunna leda till reducerade intäkter och en försämrad tillväxt. GHP har samtidigt en god finansiell ställning och har påvisat förmågan att kunna anpassa och ställa om verksamheten. GHP:s kontrakt i Förenade Arabemiraten och Kuwait är

tidsbegränsade. Om kontrakten inte skulle förnyas skulle det innebära en kraftigt försämrad vinst för bolaget, då en stor del av vinsten kommer från International.

GHP påverkas kraftigt av regler för ersättningsystemet från offentliga uppdragsgivare. Bolaget påverkas också av regler som styr privata försäkringar. Det vore teoretiskt möjligt att begränsa GHP:s möjlighet att bedriva lönsam verksamhet genom politiska beslut. Vi bedömer emellertid denna risk som låg.

Tack vare utökade statliga allmänna och riktade stöd till följd av Corona kommer kommuner och regioner att kunna säkra budgeten fram till 2023. På längre sikt är kommunernas och regionernas ekonomi mer osäker vilket skulle kunna medföra minskade fasta ersättningar för ingrepp från dessa.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Per aktie</b>						
Vinst per aktie	0,55	0,53	0,98	0,99	1,08	1,21
Utdelning per aktie	0,00	0,30	0,00	0,50	0,50	0,55
BVPS	5,62	5,92	6,97	7,56	8,27	9,04
TBVPS	n.m.	n.m.	1,10	1,77	2,47	3,25
<b>Värdering (nuvarande)</b>						
P/E	47,5x	46,8x	27,5x	26,1x	22,5x	20,1x
P/B	5,2x	4,9x	4,2x	3,9x	3,5x	3,2x
EV/Sales	1,8x	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	24,2x	13,6x	10,2x	9,5x	8,3x	7,6x
EV/EBIT	36,2x	32,4x	20,4x	18,9x	16,5x	15,0x
Direktavkastning	0,0%	1,0%	0,0%	1,7%	1,7%	1,9%
FCF Yield	1,3%	3,5%	9,1%	6,4%	7,6%	9,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1 2019	Kv2 2019	Kv3 2019	Kv4 2019	Kv1 2020	Kv2 2020	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021	Kv4 2021
Nettoomsättning	330	336	274	373	383	317	278	394	393	379	309	444
Övriga rörelseintäkter	2	2	0	3	3	21	2	26	10	7	5	3
<b>Totala intäkter</b>	<b>332</b>	<b>338</b>	<b>274</b>	<b>375</b>	<b>386</b>	<b>338</b>	<b>280</b>	<b>420</b>	<b>403</b>	<b>385</b>	<b>314</b>	<b>447</b>
Inköp av varor och tjänster	-69	-67	-47	-67	-72	-51	-48	-73	-77	-69	-52	-79
Övriga externa kostnader	-61	-65	-55	-74	-67	-55	-48	-74	-60	-60	-52	-76
Personalkostnader	-159	-168	-142	-193	-192	-188	-150	-207	-206	-208	-172	-225
Av- och nedskrivningar	-21	-21	-22	-24	-24	-25	-25	-26	-27	-27	-27	-28
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala rörelsekostnader	-311	-321	-267	-358	-356	-318	-271	-379	-369	-363	-303	-407
<b>EBIT</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>34</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>40</b>
<b>EBITDA</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>66</b>	<b>61</b>	<b>49</b>	<b>38</b>	<b>68</b>
Ränteintäkter	-0,1	1,1	0,2	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader och liknande resultatpost.	-1,4	-1,5	-1,5	-2,2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Övriga finansiella intäkter/kostnader	0,0	0,0	0,0	-0,2	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	0	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-3	-2	-2
<b>EBT</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>19</b>	<b>8</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>38</b>
Skatt på periodens resultat	-5	-4	-3	-2	-5	-7	-1	-5	-6	-5	-2	-7
<b>Periodens resultat</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>33</b>	<b>26</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>31</b>
<b>Periodens resultat, hänförligt till moderb.</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>26</b>
Periodens res., Innehavare utan best. inflyt.	3	1	1	2	2	3	0	1	1	2	1	5
<b>Vinst per aktie</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>	<b>0,02</b>	<b>0,16</b>	<b>0,30</b>	<b>0,13</b>	<b>0,09</b>	<b>0,45</b>	<b>0,36</b>	<b>0,19</b>	<b>0,07</b>	<b>0,37</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning	1 120	1 313	1 372	1 525	1 692	1 816
Övriga rörelseintäkter	4	6	52	25	8	8
<b>Totala intäkter</b>	<b>1 125</b>	<b>1 320</b>	<b>1 424</b>	<b>1 549</b>	<b>1 700</b>	<b>1 824</b>
Inköp av varor och tjänster	-195	-251	-243	-276	-305	-325
Övriga externa kostnader	-280	-256	-243	-248	-272	-298
Personalkostnader	-566	-662	-737	-809	-877	-933
Av- och nedskrivningar	-28	-88	-100	-108	-123	-133
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
Totala rörelsekostnader	-1 068	-1 257	-1 324	-1 441	-1 577	-1 688
<b>EBIT</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>123</b>	<b>136</b>
<b>EBITDA</b>	<b>84</b>	<b>151</b>	<b>201</b>	<b>216</b>	<b>247</b>	<b>269</b>
Ränteintäkter	3,8	1,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,2	-6,6	-7,5	-8,8	-8,6	-7,8
Övriga finansiella intäkter/kostnader	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Finansnetto	1	-6	-8	-9	-9	-8
<b>EBT</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>99</b>	<b>115</b>	<b>128</b>
Skatt på periodens resultat	-14	-14	-18	-20	-24	-26
<b>Periodens resultat</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>102</b>
<b>Periodens resultat, hänförligt till moderbolaget</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>85</b>
Periodens resultat, Innehavare utan bestämmande inflytande	6	8	6	9	15	17

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Vinst per aktie	0,55	0,53	0,98	0,99	1,08	1,21
Resultat per aktie	0,55	0,53	0,98	0,99	1,08	1,21

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Tillväxt</b>						
Nettoomsättning	13,1%	17,2%	4,5%	11,1%	11,0%	7,3%
Totala intäkter	13,1%	17,3%	7,9%	8,8%	9,8%	7,3%
EBIT	248%	11,7%	58,9%	7,7%	14,5%	10,0%
EBITDA	100%	78,7%	33,2%	7,6%	14,3%	8,8%
EBT	345%	0,5%	61,5%	6,9%	16,3%	11,4%
Periodens resultat, hänförligt till moderbolaget	608%	-4,0%	88,9%	2,1%	9,0%	12,3%

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Marginaler</b>						
EBITDA-marginal	7,5%	11,4%	14,1%	13,9%	14,5%	14,7%
EBIT-marginal	5,0%	4,8%	7,0%	7,0%	7,3%	7,4%
EBT-marginal	5,1%	4,3%	6,5%	6,4%	6,8%	7,0%
Vinstmarginal (moderbol.)	3,5%	2,9%	4,4%	3,5%	4,9%	5,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>TILLGÅNGAR</b>						
<b>Anläggningstillgångar</b>						
Immateriella anläggningstillgångar	392	409	407	407	407	407
Nyttjanderättstillgångar	24	155	179	223	227	232
Övriga anläggningstillgångar	81	106	101	130	131	125
Summa, Anläggningstillgångar	496	670	687	759	766	764
<b>Omsättningstillgångar</b>						
Kundfordringar och övriga fordringar	228	288	249	346	379	408
Likvida medel	32	26	226	189	214	261
Summa, Omsättningstillgångar	260	313	475	535	594	668
<b>Summa tillgångar</b>	<b>756</b>	<b>983</b>	<b>1 163</b>	<b>1 295</b>	<b>1 359</b>	<b>1 432</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Summa, Eget kapital	384	404	483	531	581	635
<b>Långfristiga skulder</b>						
Långfristiga skulder	167	185	183	186	186	186
Långfristiga leasingskulder	18	88	111	138	136	139
Summa, Långfristiga skulder	185	273	294	323	322	324
<b>Kortfristiga skulder</b>						
Kortfristiga skulder	180	243	314	355	365	379
Kortfristiga leasingskulder	7	64	72	85	91	93
Summa, Kortfristiga skulder	187	306	386	441	457	473
Summa, skulder	372	579	680	764	778	797
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>756</b>	<b>983</b>	<b>1 163</b>	<b>1 295</b>	<b>1 359</b>	<b>1 432</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Current ratio	1,4	1,0	1,2	1,2	1,3	1,4
Cash ratio	0,2	0,1	0,6	0,4	0,5	0,6
<b>Soliditet</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-107,4	-279,5	-169,9	-219,3	-199,0	-157,1
Nettoskuld/EBITDA	128%	186%	85%	102%	81%	58%
Nettoskuld/EK	28%	69%	35%	41%	34%	25%
Skuld/EK	97%	143%	141%	144%	134%	125%
Soliditet	51%	41%	42%	41%	43%	44%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
ROA	5,9%	5,0%	6,9%	6,4%	6,9%	7,3%
ROE	11,2%	10,8%	15,4%	14,8%	15,7%	16,1%
ROIC	8,4%	7,2%	11,2%	11,0%	11,3%	12,2%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser



**Kassaflöde (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>KF, DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN</b>						
Rörelseresultat	56	63	100	108	123	136
Avskrivningar/nedskrivningar	28	88	100	108	123	133
Övriga justeringsposter - netto	-8	-21	-18	-34	-33	-34
Delta rörelsekapital	-21	-8	33	2	-23	-14
<b>KF, löpande verksamheten inkl. delta rör.kap.</b>	<b>55</b>	<b>123</b>	<b>216</b>	<b>183</b>	<b>191</b>	<b>221</b>
<b>KF, INVESTERINGSVERKSAMHETEN</b>						
Övriga investeringar	-29	-50	-30	-52	-35	-33
Övriga avyttringar	0	0	0	0	0	0
<b>KF, investeringsverksamheten</b>	<b>-29</b>	<b>-60</b>	<b>-8</b>	<b>-52</b>	<b>-35</b>	<b>-33</b>
<b>KF, FINANSIERINGSVERKSAMHETEN</b>						
Förvärv av andelar från innehavare utan bestämmande inflytande	-4	-15	-8	0	0	0
Emission av teckningsoptioner	0	0	0	0	0	0
Tillskott från/återbetalning av tillskott till inneh. utan b. inflytande	0	0	0	0	0	0
Avyttring av andelar till innehavare utan bestämmande inflytande	1	0	1	0	0	0
Utdelning till innehavare med bestämmande inflytande	0	-21	0	-35	-35	-37
Utdelning till innehavare utan bestämmande inflytande	-3	-4	-2	-2	-6	-11
Amortering av leasingsskuld	-8	-66	-68	-79	-90	-93
Nyupptagna lån	0	39	73	0	0	0
Återbetalning av lån	-4	-5	0	-54	0	0
<b>KF, finansieringsverksamheten</b>	<b>-18</b>	<b>-71</b>	<b>-5</b>	<b>-169</b>	<b>-131</b>	<b>-141</b>
Valutakursdifferenser i likvida medel	2	1	-2	1	0	0
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>10</b>	<b>-7</b>	<b>201</b>	<b>-37</b>	<b>25</b>	<b>46</b>
Likvida medel vid periodens början	22	32	26	226	189	214
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>227</b>	<b>189</b>	<b>214</b>	<b>261</b>
<b>Nyckeltal</b>						
	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	4,9%	9,3%	15,7%	12,0%	11,3%	12,2%
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	7,3%	12,5%	18,6%	14,2%	14,0%	15,4%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson, Richard Ramanius, Jonatan Andersson och Ulf Boberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.