

Uppdatering: Kv3 2021

GHP SPECIALTY CARE AB

VD: Daniel Öhman
 SO: Carsten Browall
www.ghp.se

Bloomberg: GHP:SS
 Reuters Eikon: GHP.ST

Lista: Nasdaq Stockholm (Small Cap)

Aktie, senast: 24,8 kronor
 Marknadsvärde: 1 742 MSEK

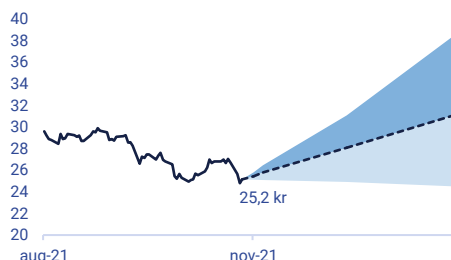
AKTIEKURSUTVECKLING



| | 12M | YTD | 6M | 1M |
|----------------|------|------|------|------|
| Utveckling (%) | 28,8 | -1,2 | -9,3 | -4,3 |

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



| | BEAR | BAS | BULL |
|---------------------|------|------|------|
| Pris per aktie (kr) | 24,5 | 31,0 | 38,3 |
| Upp-/nedsida (%) | -1,1 | 25,1 | 54,4 |

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Niklas Elmhammer
 Senior Equity Analyst

Jonatan Andersson
 Equity Analyst

Ulf Boberg
 Senior Life Science Advisor

Starkt case på en växande marknad

GHP:s försäljningsintäkter växte organiskt med 9,1 procent under kv3 2021. Både intäkter och lönsamhet var dock något under vår prognos. Aktien har också pressats men i huvudsak på grund av förlorade affärer i UAE. Men med örönmärkta miljardbelopp för att reducera den växande vårdskulden är det vår bedömning att caset fortfarande är attraktivt. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 31,0 kronor per aktie (36,4).

Vårdbolag med goda utsikter

Vårdföretaget GHP erbjuder effektiv vård till hög kvalitet genom specialisering. Verksamhetsgrenen Norden driver 23 specialistvårdskliniker och är den viktigaste intäktskällan med ett intäktsbidrag på 84,2 procent under 2020. Den andra verksamhetsgrenen, Vårdsamverkan, tar ett helhetsansvar för försäkringspatienter, från diagnostik till behandling och slutligen rehabilitering mot en fast ersättning. Bolaget har en ledande position inom denna nischmarknad samtidigt som det nya samarbetet med Avonova, en framstående leverantör av företagshälsovård, kan bidra med fortsatt tillväxt. Det tredje affärsområdet, International driver sjukhus runt den arabiska halvön. Intäktsbidraget 2020 var 7,5 procent men verksamhetens lönsamhet är mycket god. Därför var höstens meddelande om avbrutet samarbete i UAE extra tungt.

De senaste fem åren har GHP med lönsamhet haft en genomsnittlig årlig tillväxt på drygt 10 procent. Det påvisar bolagets samhällsnytta och naturliga plats på marknaden där både patient och betalare gynnas. Med örönmärkta miljardbelopp för att få bukt med den växande vårdskulden, bland annat genom upphandling av vård från privata vårdgivare som GHP, tror vi på stark organisk tillväxt de kommande åren. Vi bedömer därför att caset för GHP är fortsatt starkt, även efter tappade affärer i UAE. Aktien har också fallit omotiverat mycket, vilket gör värderingen attraktiv.

Intäkter något under förväntan men marginalen väger upp

Under det tredje kvartalet 2021 redovisade GHP försäljningsintäkter på 295 miljoner kronor, motsvarande en organisk tillväxt på 9,1 procent. Vår prognos låg på 309 miljoner kronor och utfallet var således cirka 4,5 procent under vår förväntan. Avvikelsen kan till delar (6 MSEK) förklaras av driftsstörningar vid Löwenströmska Sjukhuset i Stockholm. Med försäkringskompensation var inverkan på lönsamheten begränsad. Tittar vi på sista raden uppgick vinst efter skatt till 1,2 miljoner kronor. Vår prognos låg på 5,0 miljoner kronor. Vinsten pressades bland annat av överkapacitet i Danmark.

Vi anser att aktien är överdrivet pressad

GHP verksamhet är konjunkturokänslig och marknaden förväntas växa i hög takt. Bolaget är en av de marknadsledande aktörerna inom sin nisch med bra historik. Med anledning av bakslaget för International har vi justerat ned våra prognoser. I ett basscenario prognostiserar vi en CAGR om 8,1 procent (9,8), 2020-2023. Vi räknar med en rörelsemarginal under 2021 på 6,2 procent (7,0). Under 2023 räknar vi med en rörelsemarginal på 6,0 procent (7,4). Vi beräknar ett motiverat värde om 31,0 kronor (36,4).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 1 120 | 1 313 | 1 372 | 1 505 | 1 623 | 1 735 |
| EBITDA | 84 | 151 | 201 | 200 | 191 | 212 |
| EBIT | 56 | 63 | 100 | 96 | 89 | 104 |
| EBT | 57 | 57 | 92 | 87 | 82 | 97 |
| Periodens resultat | 43 | 44 | 74 | 69 | 65 | 76 |
| Resultat hänförligt till moderbol. | 37 | 36 | 68 | 65 | 60 | 71 |
| Utdelning/aktie (kr) | 0,30 | 0,00 | 0,50 | 0,49 | 0,55 | 0,55 |
| Vinst per aktie (kr) | 0,55 | 0,53 | 0,98 | 0,93 | 0,86 | 1,02 |
| Tillväxt, nettoomsättning | 13,1% | 17,2% | 4,5% | 9,7% | 7,8% | 6,9% |
| EBITDA-marginal | 7,5% | 11,4% | 14,1% | 13,0% | 11,7% | 12,2% |
| EBIT-marginal | 5,0% | 4,8% | 7,0% | 6,2% | 5,5% | 6,0% |
| Vinstmarginal | 3,8% | 3,3% | 5,2% | 4,5% | 4,0% | 4,4% |
| Vinstmarginal (moderbol.) | 3,3% | 2,7% | 4,8% | 4,3% | 3,7% | 4,1% |
| EV/Sales (nuv.) | 1,6x | 1,4x | 1,3x | 1,2x | 1,1x | 1,1x |
| EV/EBITDA (nuv.) | 21,9x | 12,2x | 9,2x | 9,2x | 9,7x | 8,7x |
| EV/EBIT (nuv.) | 32,7x | 29,3x | 18,4x | 19,3x | 20,7x | 17,8x |
| P/E (nuv.) | 41,0x | 40,3x | 23,7x | 25,5x | 27,3x | 23,1x |
| P/B (nuv.) | 5,6x | 5,9x | 7,0x | 7,4x | 7,8x | 8,4x |
| Direktavkastning (nuv.) | 0,0% | 1,2% | 0,0% | 2,0% | 2,0% | 2,2% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Utfall och kommentarer på andra kvartalet 2021

GHP Specialty Care AB (GHP, gruppen eller bolaget) redovisade under det tredje kvartalet försäljningsintäkter på 294,7 miljoner kronor. Den organiska tillväxten uppgick till 9,1 procent. Utfallet var ändå något under vår förväntan. Affärssegmentet Norden växte organiskt justerat för Urologcentrum Odenplan med 7,0 procent. International växte snabbast med framsteg i Kuwait. EBIT-resultatet landade på 1,4 miljoner kronor, motsvarande en EBIT-marginal på 1,3 procent (räknat på totala intäkter). Vår förväntansbild för EBIT-marginalen låg på 3,4 procent. International räddade bolaget från negativt rörelse-resultat då en temporär överkapacitet i Danmark pressade lönsamheten.

Något svagare än väntat

Tillväxt något under förväntan men marginaler väger upp

Under det första kvartalet 2021 redovisade GHP försäljningsintäkter på 294,7 miljoner kronor. Justerat för försäljningen av Urologcentrum Odenplan i slutet av oktober 2020 uppgick den organiska tillväxten till 9,1 procent. Den icke justerade tillväxten uppgick till 5,9 procent. Intäkterna från verksamhetsgrenen Norden var en bit under våra förväntningar. Delar av avvikelserna kan förklaras av en driftsstörning vid Löwenströmska Sjukhuset i Stockholm orsakat av en vattenläcka. Dock levererade både International och Vårdsamverkan över förväntan. Den stora avvikelserna för International har sin förklaring i stark operativ utveckling i Kuwait vilket medförde en hög andel rörliga intäkter till GHP. Sammantaget var bolagets totala försäljningsintäkter 4,5 procent under vår förväntansbild. Se tabell nedan.

Utfall och prognos, kv3 2021 (MSEK)

| | Kv2, 2021A | Kv2, 2021P | Diff. (abs) | Diff. (%) |
|------------------------------|------------|------------|-------------|-----------|
| Norden | 240,8 | 264,3 | -23,5 | -9% |
| International | 28,6 | 20,1 | 8,5 | 42% |
| Vårdsamverkan | 25,4 | 24,2 | 1,2 | 5% |
| Nettoomsättning | 294,7 | 308,6 | -13,9 | -4,5% |
| Totala intäkter | 305,3 | 313,6 | 71,8 | 22,9% |
| EBITDA-resultat | 31,0 | 37,9 | -6,9 | -18,3% |
| EBITDA-marginal | 10,2% | 12,1% | | -33,5% |
| EBIT-resultat | 4,1 | 10,7 | -6,6 | -61,7% |
| EBIT-marginal | 1,3% | 3,4% | | -68,8% |
| EBT | 1,7 | 8,4 | -6,7 | -79,8% |
| EBT-marginal | 0,6% | 2,7% | | -83,5% |
| Res. efter skatt | 1,2 | 6,0 | -4,8 | -80,0% |
| Vinstmarginal | 0,4% | 1,9% | | -83,7% |
| Res. efter skatt (moderbol.) | 1,2 | 5,0 | -3,8 | -76,0% |
| Resultat per aktie | 0,02 | 0,07 | -0,05 | -71,9% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Rörelseresultatet landade på 4,1 miljoner kronor, vilket motsvarade en dryg halvering av vinsten, ej justerat för försäljningen av Urologcentrum Odenplan. Med lägre intäkter än väntat var både rörelseresultatet och vinst per aktie också svagare än väntat. Ytterligare en förklaring är den överkapacitet i Danmark som uppkommit då volymerna inte motsvarade bolagets förväntansbild och påverkade lönsamheten negativt. Ett åtgärdsprogram har initierats, vilket innebär att personalstyrkan kommer reduceras. Åtgärderna kommer reducera kostnadsmassan men medför också att bolaget medvetet kan gå miste om intäkter, då på grund av kapacitetsbrist. Valet är dock medvetet med motiveringen att risken för överkapacitet överskrider det möjliga värdet från att kunna ta större volymer när volymerna är svåra att prognostisera i Danmark (vilket bolaget även flaggade för under andra kvartalet 2021).

Än tydligare säsongsmönster när verksamheten fortsätter växa

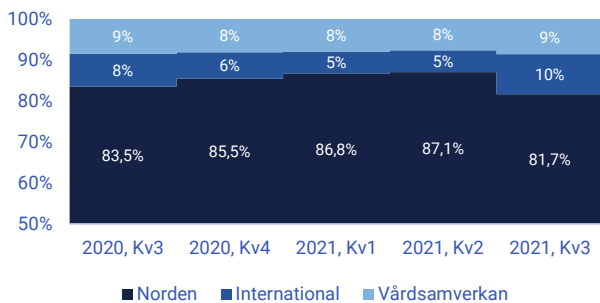
Det gångna tredje kvartalet är årets svagaste vad gäller volymer (och intäkter) med anledning av semestrar. Den personalrelaterade kostnadsbas som bolaget sitter på är dock inte anpassat efter de sjunkande volymerna. Det medför att det tredje kvartalet även är ett tufft kvartal från ett lönsamhetsperspektiv. Dock är det efterkommande fjärde kvartalet årets starkaste kvartal. Därmed kan personalens belägningsgrad ökas och lönsamheten förbättras. Denna variation mellan kvartalen kommer sannolikt bli än mer tydlig allteftersom bolaget fortsätter växa.

Starkt från International

Som framgår av den vänstra grafen nedan tog verksamhetsgrenen International ett tydligt kliv fram vad gäller bidrag till bolagets totala försäljningsintäkter. Samtidigt tog också Norden ett tydligt kliv tillbaka. Adderar vi uteblivna försäljningsintäkter till Norden på grund av vattenläcka (bolaget uppskattar denna siffra till cirka sex miljoner kronor) sker endast marginella förändringar till fördelningen.

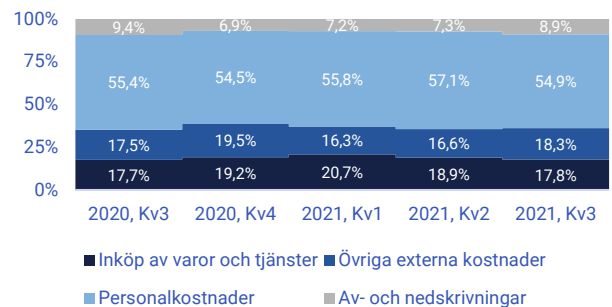
Rörelseresultatet i International var under det gångna kvartalet 14,8 miljoner kronor motsvarande en imponerande marginal på 51,7 procent. Rörelseresultatet för Norden var minus 2,3 miljoner kronor och för Vårdsamverkan var det 1,9 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 7,5 procent. Med andra ord var det International som höll bolagets totala rörelsemarginal över ytan efter avdrag för koncerngemensamma poster.

Intäktsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

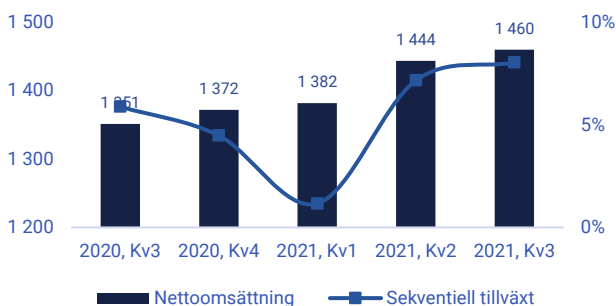
Kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

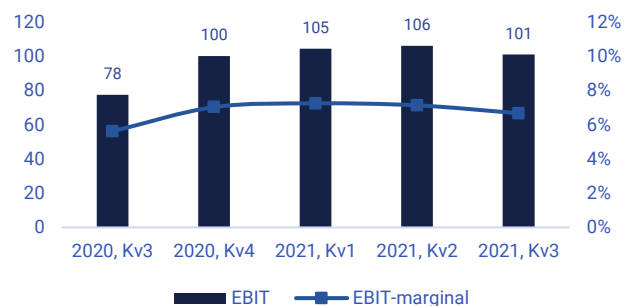
Studerar vi rullande tolv månaders utveckling fortsätter den stigande trenden för koncernens försäljningsintäkter. Sekventiellt ökade också tillväxten med till 8,0 procent från 7,2 procent föregående kvartal. Efter sex kvartal bröts dock den stigande trenden för rörelseresultat. Rörelsemarginalen backade till 6,7 procent, något under bolagets målsättning om att nå en EBIT-marginal vid 2023 om 7,0 procent.

Försäljningsintäkter (MSEK) och tillväxt (%), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

EBIT-resultat (MSEK) och tillväxt (%), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kapitalmarknadsdag den 18 november

GHP håller kapitalmarknadsdag den 18 november. Bolaget har sedan tidigare trappat ned på förvärv av kliniker för att i stället lägga resurserna på att bygga ut befintliga och sätta upp nya kliniker. Det främsta skälet till detta är att de kliniker som startats upp i egen regi över tid är de mest lönsamma. Samtidigt tar det längre tid att starta upp en klinik och få den lönsam. Detta är något som bolaget kommer diskutera i samband med kapitalmarknadsdagen den 18 november.

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 många 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 statliga satsningar väntas driva tillväxten i Norden under de kommande åren. Samtidigt som det förlorade managementavtalet för de fyra sjukhus i UAE var ett tungt bakslag finns Vårdsamverkans satsning med Avonova och Qurant kvar som ytterligare en tillväxt drivare. Netto är det vår bedömning att GHP har fortsatt goda utsikter till bra tillväxt men att lönsamhetsutsikterna försämrats i det kortare perspektivet. Aktien bedöms dock omotiverat hårt pressad på börsen. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 31,0 kronor (36,4) för de kommande 6-12 månaderna.

Bra förutsättning för accelererad tillväxt med triggers

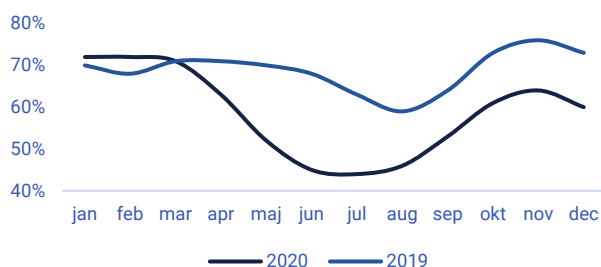
GHP driver i dag tre affärssegment. Norden, som i dag driver 23 specialistkliniker, är det största affärssegmentet. Ytterligare kliniker är under uppstart för att kunna möta den ökade efterfrågan och växa organiskt. Vården på specialistklinikerna finansieras i huvudsak av offentliga medel, men även av privata medel. Under 2016 tillkom affärssegmentet International som ansvarar för driften fyra sjukhus i Förenade Arabemiraten och ett nystartat sjukhus i Kuwait. 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. Vårdsamverkan 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.

Bolaget har 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. Med en vårdskuld som nu avses betas av med hjälp av privata vårdgivare ser vi goda förutsättningar för tillväxten att accelerera under de kommande åren. Därtill finns Vårdsamverkan som kan fortsätta växa med nya samarbeten.

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 för 2021 och sex miljarder för 2022 (senaste förslag) är öronmärkta till regionerna för att minska vårdköerna. Detta kommer att ske dels genom 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

Miljardbelopp är öronmärkta för att reducera vårdköer.

verksamhet. Kombinationen således kan leda till hög organisk tillväxt de kommande åren, liksom en utökad marknadsandel över tid.

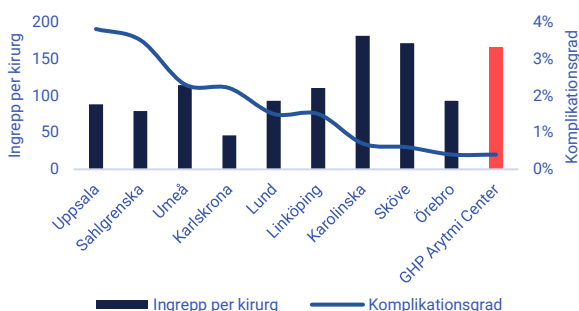
Marknadsandelen kan bli allt viktigare. På sikt tror vi även att dagkirurgi i allt högre utsträckning kommer att flyttas ut till mindre specialistkliniker medan omfattande operationer och akutvård finns kvar på sjukhus. Detta skulle gynna en renodlad aktör som GHP.

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.

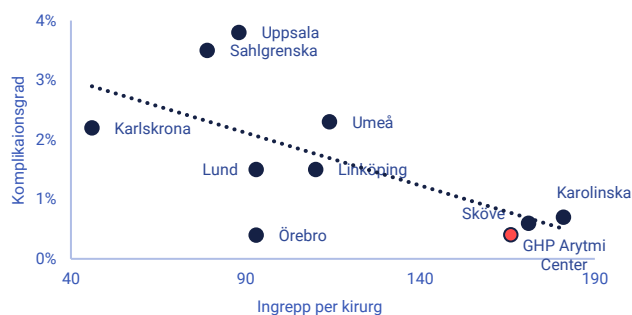
Hög volym ger färdighet vilket leder till förbättrad kvalitet och lägre komplikationsgrad.

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

Tungt bakslag för International men det finns potential till nya affärer

Att managementkontraktet för drift av fyra sjukhus i Förenade Arabemiraten kommer avslutas i början av januari var ett tungt bakslag för International. Avtalet för drift av Kuwait Hospital kvarstår och löper på fram till sista juni 2024. Efter bakslaget har bolaget intensifierat sökandet efter en samägande partner för diabetesprojektet i Saudiarabien. Detta innebär också att GHP kan reducera sina kostnader relaterat till affärsutveckling i området. Med reducerade kostnader kring affärsutveckling menar bolaget att International skulle kunna generera ett rörelseresultat kring 20 miljoner kronor.

Möjlighet till nya avtal inom Vårdsamverkan

Intäktssmodellen 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 har lanserats. Avonova har en befintlig kundbas på cirka en miljon kundmedarbetare. Det motsvarar cirka en tredjedel av marknaden för sjukförsäkringar och potentialen är således stor och denna kundbas kan konverteras. Samtidigt är sjukvårdsförsäkringen inom samarbetet differentierad med moderna inslag som en patientportal för ökat patientengagemang. Det kan således också vara en anledning för nya kunder att ansluta. Det är långa säljprocesser men vi tror att Avonova-samarbetet kan driva på tillväxten för Vårdsamverkan under det kommande året.

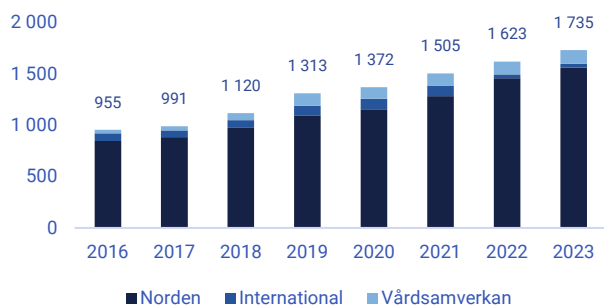
Prognoser

Bra förväntad tillväxt till förbättrad lönsamhet

Givet utfallet för det tredje kvartalet 2021 och övrigt nyhetsflöde har vi justerat ned våra intäktsprognoser för 2021 och räknar med 1 505 miljoner kronor, från tidigare 1 525 miljoner kronor. Det motsvarar en tillväxt på 9,7 procent, då utan justerat för försäljning av Urologcentrum Odenplan.

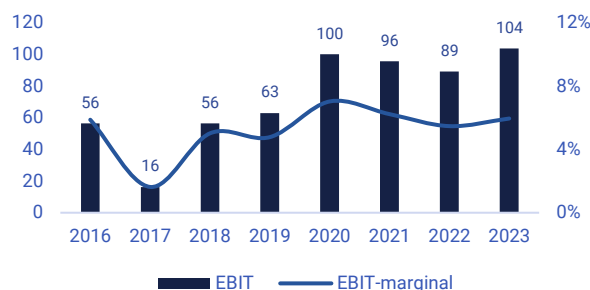
I vårt scenario fortsätter GHP växa starkt under 2022 med fortsatt hög efterfrågan. Över den prognostiserade perioden förväntar vi oss att bolaget i genomsnitt växer med 8,1 procent per år under åren 2021–2023, ned från tidigare 9,8 procent. Justeringen beror i huvudsak på avbruten drift av sjukhus i UAE. Samtidigt kvarstår fortfarande bolagets avsikt att i genomsnitt växa med 15 procent per år exkluderat förvärv. Vi ligger således en bit 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 i en tillräckligt snabb takt.

Nettoomsättning, 2016-2023P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

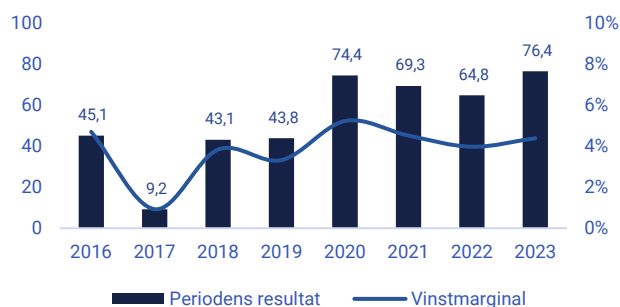
Under helåret 2021 räknar vi med ett redovisat rörelseresultat om cirka 96 miljoner kronor, ned från tidigare 108 miljoner kronor. Det motsvarar en rörelsemarginal om 6,2 procent och en tillväxt på 11,7 procent, då jämfört med EBIT-resultat 2020 justerat för försäljningen av Urologcentrum Odenplan och nedskrivningen av fordran i International.

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

Givet tappet i EBIT-bidrag från International räknar med att rörelsemarginalen backar något under 2022. Under 2023 vänder marginalutvecklingen upp igen. Det givet fortsatt ökade volymer på befintliga och utbyggda kliniker parallellt som nya kliniker bidrar med lönsamhet. Vi räknar med en EBIT-marginal på 6,0 procent till 2023. Det är en nedjustering från 7,4 procent i tidigare analys. Bolagets målbild för EBIT-marginalen är dock kvar på nivåer som överskrider sju procent. Vi tror att detta kan bli tuft, i alla fall under prognosperioden.

Vi modellerar med en vinst efter skatt om 69,3 miljoner kronor under 2021, ned från tidigare 78,5 miljoner kronor. Vinst hänförlig till moderbolaget är antaget till cirka 65,4 miljoner kronor, vilket motsvarar en vinst per aktie om 0,93 kronor (tidigare 0,99 kronor).

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



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst per aktie, 2016-2023P (kronor)

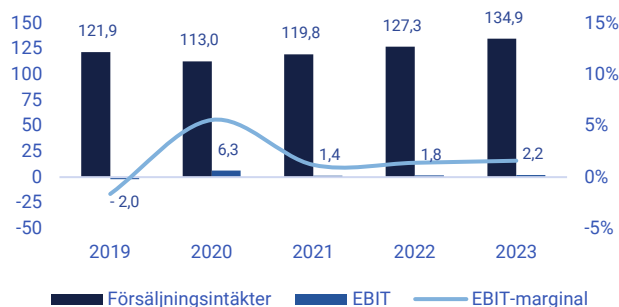


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Prognoser per affärssegment

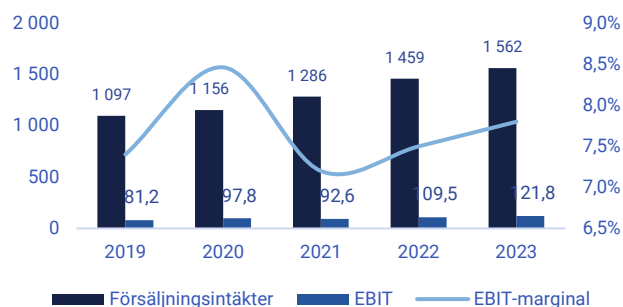
Nedan visas våra prognoser för försäljningsintäkter, rörelseresultat och rörelsemarginal för GHP och de tre affärssegmenten. Kostnadsstället Övrigt som innefattar koncerngemensamma poster gör att rörelseresultatet för de tre affärssegmenten inte adderar upp till GHP:s totala rörelseresultat.

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



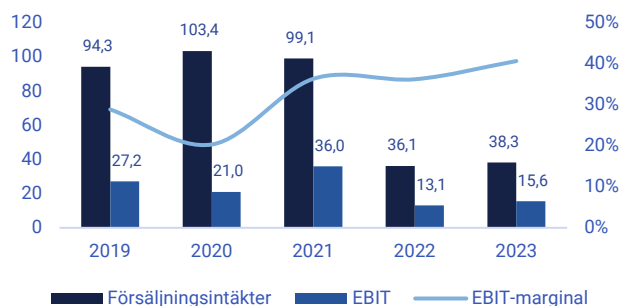
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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



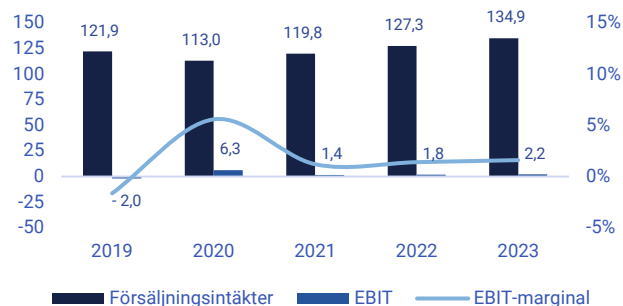
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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 = 31,0 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 31,0 kronor (36,4).

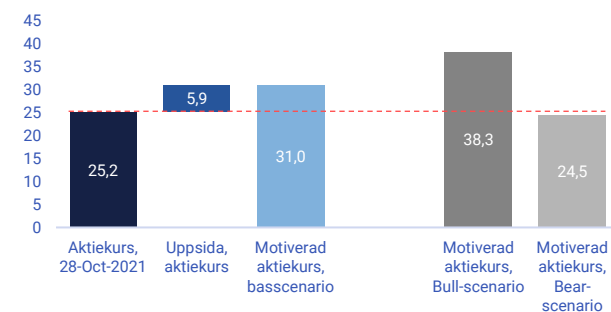
Vi räknar med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 8,1 procent fram till 2023. Samma år förväntar vi oss en rörelsemarginal om 6,0 procent.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario 2021P

| DCF värdering | | Disk.ränta prognosperiod | | Antaganden | |
|-------------------------------------|--------------|--------------------------------------|--------------|---------------------------|----------|
| Nuvärde kassaflöde (UFCF) | 275 | Riskfri ränta, prognostiserad period | 0,4% | CAGR, 2020-2023 | 8,1% |
| Nuvärde, evighetsvärde (TV) | 2 222 | Marknadsriskpremie | 7,7% | EBITDA-marginal, 2023 | 12,2% |
| Rörelsevärde (EV) | 2 497 | Småbolagspremie | 2,0% | EBIT-marginal, 2023 | 6,0% |
| Nettolåneskuld/kassa (exkl. IFRS) | -76 | Beta | 1,2x | Skattesats | 20,6% |
| Totalt aktievärde | 2 421 | Avkastningskrav, EK | 12,0% | Bolagsspec. tillägg | 0% av Re |
| Minoritetsintressen | -242 | Disk.ränta TV | | | 9,0% |
| Aktievärde, koncernintresse | 2 179 | Skattejust. Kreditränta | 2,0% | | |
| | | Beläningsgrad | 30,0% | | |
| Befintligt antal aktier | 70,3 | | | Implicita värderingsmult. | |
| Nya akter | 0,0 | WACC | 9,0% | EV/Sales, 2021P | 1,6x |
| Antalet aktier | 70,3 | Bolagsspec. Tillägg | 0,0% | EV/Sales 2022P | 1,5x |
| | | | | EV/EBIT 2021P | 26,1x |
| Värde per aktie, basscenario | 31,0 | Disk.ränta | 9,0% | EV/EBIT, 2022P | 28,0x |

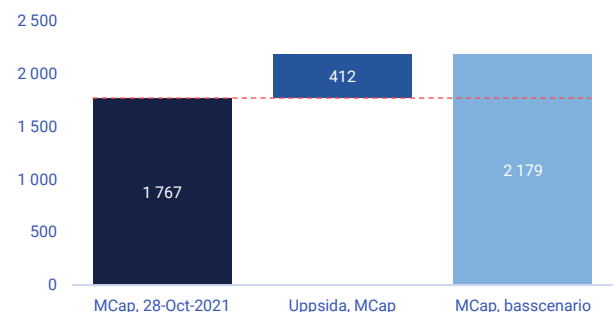
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

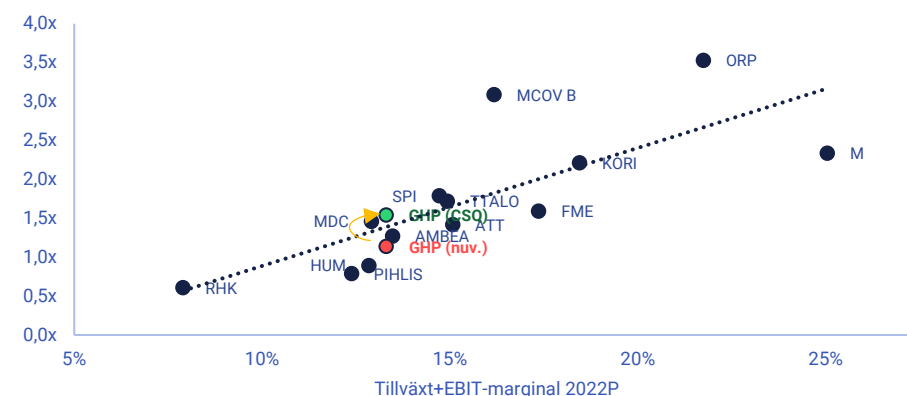
Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Värderingen motsvarar en EV/Sales-multipel om 1,6x den prognostiserade nettoomsättningen för 2021 och en EV/EBIT-multipel på 26,1x vår prognos för EBIT-resultat under samma år. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel om 1,7x och EV/EBIT-multipeln om 20,8x. Graf nedan visas hur GHP handlas i dag [GHP (Nuv.)] i termer av EV/Sales på våra prognoser för 2022, i relation till referensgruppen med hänsyn till förväntad tillväxt och EBIT-marginal. I grafen visas också den implicita multipeln från vår värdering [GHP (CSQ)]. Baserat på denna analys bedöms värderingen som rimlig.

EV/Sales, basscenario 2022P



GHP (Nuv.) = Multipel baserat på rådande värdering. GHP (CSQ) = Implicit multipel från Carlsquare värdering.
 Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Referensgrupp

| | EV (MSEK) | EV/Sales, 2021 | EV/Sales, 2022 | EV/EBIT, 2021 | EV/EBIT, 2022 |
|---|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Median, totalt | 11 346 | 1,7x | 1,6x | 21,0x | 17,2x |
| Genomsnitt, totalt | 30 168 | 1,9x | 1,7x | 21,0x | 18,4x |
| Max, totalt | 173 944 | 3,8x | 3,5x | 31,5x | 31,6x |
| Min, totalt | 2 663 | 0,6x | 0,6x | 14,7x | 13,1x |
| Implicit från CSQ värdering, GHP | 2 497 | 1,8x | 1,6x | 24,9x | 26,1x |
| Rabatt(-)/premium(+) | -78% | 5% | 2,3% | 19% | 51% |

| | HQ | EV (MSEK) | EV/Sales, 2021 | EV/Sales, 2022 | EV/EBIT, 2021 | EV/EBIT, 2022 |
|---|----|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Norden | | | | | | |
| Ambea AB (publ) | SE | 15 505 | 1,4x | 1,3x | 21,7x | 17,8x |
| Attendo AB (publ) | SE | 19 488 | 1,5x | 1,4x | 21,9x | 17,8x |
| Humana AB (publ) | SE | 7 824 | 1,0x | 0,9x | 15,4x | 13,8x |
| Medicover AB (publ) | SE | 42 892 | 3,3x | 3,1x | 27,9x | 31,6x |
| Terveystalo Oyj | FI | 20 228 | 1,8x | 1,7x | 18,5x | 17,5x |
| Pihlajalinna Oyj | FI | 4 774 | 0,8x | 0,8x | 15,4x | 14,2x |
| Median | | 17 496 | 1,4x | 1,3x | 20,1x | 17,6x |
| Genomsnitt | | 18 452 | 1,6x | 1,5x | 20,1x | 18,8x |
| Max | | 42 892 | 3,3x | 3,1x | 27,9x | 31,6x |
| Min | | 4 774 | 0,8x | 0,8x | 15,4x | 13,8x |
| Implicit från CSQ värdering, GHP | | 2 497 | 1,8x | 1,6x | 24,9x | 26,1x |
| Rabatt(-)/premium(+) | | -86% | 22% | 21% | 24% | 48% |

| | HQ | EV (MSEK) | EV/Sales, 2021 | EV/Sales, 2022 | EV/EBIT, 2021 | EV/EBIT, 2022 |
|---|----|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Europa | | | | | | |
| RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft | DE | 8 861 | 0,6x | 0,6x | 24,5x | 16,0x |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | DE | 302 242 | 1,7x | 1,6x | 14,7x | 13,1x |
| Spire Healthcare Group plc | GB | 23 840 | 1,9x | 1,8x | 20,3x | 17,0x |
| Mediclinic International plc | ZA | 56 078 | 1,5x | 1,5x | 17,9x | 14,9x |
| Orpea SA | FR | 161 905 | 3,8x | 3,5x | 31,5x | 26,7x |
| Korian | FR | 101 264 | 2,4x | 2,2x | 0,0x | 0,0x |
| Med Life S.A. | RO | 6 862 | 2,6x | 2,3x | 22,2x | 19,8x |
| Median | | 56 078 | 1,9x | 1,8x | 20,3x | 16,0x |
| Average | | 94 436 | 2,1x | 1,9x | 18,7x | 15,4x |
| Max | | 302 242 | 3,8x | 3,5x | 31,5x | 26,7x |
| Min | | 6 862 | 0,6x | 0,6x | 0,0x | 0,0x |
| Implicit från CSQ värdering, GHP | | 2 497 | 1,8x | 1,6x | 24,9x | 26,1x |
| Rabatt(-)/premium(+) | | -96% | -6% | -9% | 23% | 63% |

Källa: S&P Capital IQ och 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 8,1 procent till 10,1 procent. Den justerade rörelsemarginalen är uppjusterad över den prognostiserade perioden för att år 2023 landa på 7,5 procent, upp från 5,5 procent i basscenariot. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bull-scenariot om 38,3 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 6,1 procent. Den justerade rörelsemarginalen är nedjusterad över den prognostiserade perioden för att landa på 3,5 procent år 2023. Givet dessa antaganden beräknas ett motiverat värde i Bear-scenariot om 24,5 kronor per aktie.

Kompletterande multipelvärdering

I en kompletterande multipelvärdering beräknas ett värde per aktie om 28,2 till 31,7 kronor per aktie. Det är i linje med vårt motiverade värde beräknat i vår DCF-modell på 31,0 kronor. Intervallet är baserat på multipelvärdering på våra försäljningsprognoser för 2021 och 2022. Multiplarna är framtagna genom en regressionsanalys för referensgruppen med variablerna EV/Sales-multipel och tillväxt samt EV/EBIT-multipel för 2021P och 2022P. Se tabell nedan.

Kompletterande multipelvärdering

| | | | |
|---------------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|
| Riktningkoefficienten | 5,96 | Riktningkoefficienten | 15,06 |
| Konstant | 0,74 | Konstant | -0,60 |
| Rförklaringsfaktor | 44% | Rförklaringsfaktor | 58% |
| Förväntad tillväxt 2021 | 9,7% | Förväntad tillväxt 2022 | 7,8% |
| Förväntad EBIT-marginal 2021 | 6,2% | Förväntad EBIT-marginal 2022 | 5,5% |
| Använd EV/Sales-multipel | 1,7x | Använd EV/Sales-multipel | 1,4x |
| Förväntad nettoomsättning, 2021 | 1 505 | Förväntad nettoomsättning, 2022 | 1 623 |
| EV | 2 545 | EV | 2 271 |
| Nettoskuld(-)/kassa(-) | -76 | Nettoskuld(-)/kassa(-) | -76 |
| Aktievärde | 2 469 | Aktievärde | 2 195 |
| Minoritetsintressen | -239 | Minoritetsintressen | -213 |
| Aktievärde hänför. moderbol. | 2 229 | Aktievärde hänför. moderbol. | 1 983 |
| Aktier | 70 | Aktier | 70 |
| Värde per aktie | 31,7 | Värde per aktie | 28,2 |

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Risker

Ytterligare våg av Covid-varianter kan medföra störningar i bolagets verksamhetsgrenar. Historiskt har GHP ändå lyckats parera denna typ av störningar väl.

GHP påverkas kraftigt av regler för ersättningssystemet 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.

Avtalet för drift av sjukhus i Kuwait löper på fram till juni 2024. En förlängning är inte garanterad.

Räkenskaper och nyckeltal

Nyckeltal (MSEK)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Per aktie | | | | | | |
| Vinst per aktie | 0,55 | 0,53 | 0,98 | 0,93 | 0,86 | 1,02 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,30 | 0,00 | 0,50 | 0,50 | 0,55 |
| BVPS | 5,62 | 5,92 | 6,97 | 7,36 | 7,78 | 8,41 |
| TBVPS | n.m. | n.m. | 1,10 | 1,57 | 1,99 | 2,61 |
| Värdering (nuvarande) | | | | | | |
| P/E | 41,0x | 40,3x | 23,7x | 25,5x | 27,3x | 23,1x |
| P/B | 4,5x | 4,2x | 3,6x | 3,4x | 3,2x | 3,0x |
| EV/Sales | 1,6x | 1,4x | 1,3x | 1,2x | 1,1x | 1,1x |
| EV/EBITDA | 21,9x | 12,2x | 9,2x | 9,2x | 9,7x | 8,7x |
| EV/EBIT | 32,7x | 29,3x | 18,4x | 19,3x | 20,7x | 17,8x |
| Direktavkastning | 0,0% | 1,2% | 0,0% | 2,0% | 2,0% | 2,2% |
| FCF Yield | 1,5% | 4,1% | 10,5% | 10,4% | 7,8% | 8,9% |

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 | 295 | 438 |
| Övriga rörelseintäkter | 2 | 2 | 0 | 3 | 3 | 21 | 2 | 26 | 10 | 7 | 10 | 3 |
| Totala intäkter | 332 | 338 | 274 | 375 | 386 | 338 | 280 | 420 | 403 | 385 | 305 | 441 |
| Inköp av varor och tjänster | -69 | -67 | -47 | -67 | -72 | -51 | -48 | -73 | -77 | -69 | -54 | -78 |
| Övriga externa kostnader | -61 | -65 | -55 | -74 | -67 | -55 | -48 | -74 | -60 | -60 | -55 | -74 |
| Personalkostnader | -159 | -168 | -142 | -193 | -192 | -188 | -150 | -207 | -206 | -208 | -165 | -230 |
| Av- och nedskrivningar | -21 | -21 | -22 | -24 | -24 | -25 | -25 | -26 | -27 | -27 | -27 | -24 |
| 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 | -301 | -406 |
| EBIT | 21 | 17 | 7 | 18 | 30 | 21 | 9 | 40 | 34 | 22 | 4 | 35 |
| EBITDA | 42 | 38 | 29 | 41 | 54 | 45 | 35 | 66 | 61 | 49 | 31 | 59 |
| 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 |
| EBT | 20 | 17 | 5 | 15 | 28 | 19 | 8 | 38 | 33 | 20 | 2 | 33 |
| Skatt på periodens resultat | -5 | -4 | -3 | -2 | -5 | -7 | -1 | -5 | -6 | -5 | -1 | -6 |
| Periodens resultat | 15 | 13 | 3 | 13 | 23 | 12 | 7 | 33 | 26 | 15 | 1 | 27 |
| Periodens resultat, hänförligt till moderb. | 12 | 11 | 1 | 11 | 21 | 9 | 7 | 32 | 25 | 13 | 1 | 26 |
| Periodens res., Innehavare utan best. inflyt. | 3 | 1 | 1 | 2 | 2 | 3 | 0 | 1 | 1 | 2 | 0 | 1 |
| Vinst per aktie | 0,18 | 0,17 | 0,02 | 0,16 | 0,30 | 0,13 | 0,09 | 0,45 | 0,36 | 0,19 | 0,02 | 0,37 |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 1 120 | 1 313 | 1 372 | 1 505 | 1 623 | 1 735 |
| Övriga rörelseintäkter | 4 | 6 | 52 | 30 | 8 | 8 |
| Totala intäkter | 1 125 | 1 320 | 1 424 | 1 535 | 1 631 | 1 743 |
| Inköp av varor och tjänster | -195 | -251 | -243 | -276 | -297 | -315 |
| Övriga externa kostnader | -280 | -256 | -243 | -250 | -266 | -285 |
| Personalkostnader | -566 | -662 | -737 | -808 | -877 | -931 |
| Av- och nedskrivningar | -28 | -88 | -100 | -104 | -102 | -108 |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Totala rörelsekostnader | -1 068 | -1 257 | -1 324 | -1 439 | -1 542 | -1 639 |
| EBIT | 56 | 63 | 100 | 96 | 89 | 104 |
| EBITDA | 84 | 151 | 201 | 200 | 191 | 212 |
| Ränteintäkter | 3,8 | 1,1 | 0,1 | -0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Räntekostnader och liknande resultatposter | -3,2 | -6,6 | -7,5 | -8,4 | -7,6 | -6,9 |
| Övriga finansiella intäkter/kostnader | -0,1 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Finansnetto | 1 | -6 | -8 | -9 | -8 | -7 |
| EBT | 57 | 57 | 92 | 87 | 82 | 97 |
| Skatt på periodens resultat | -14 | -14 | -18 | -17 | -17 | -20 |
| Periodens resultat | 43 | 44 | 74 | 69 | 65 | 76 |
| Periodens resultat, hänförligt till moderbolaget | 37 | 36 | 68 | 65 | 60 | 71 |
| Periodens resultat, Innehavare utan bestämmande inflytande | 6 | 8 | 6 | 4 | 4 | 5 |

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Vinst per aktie | 0,55 | 0,53 | 0,98 | 0,93 | 0,86 | 1,02 |
| Resultat per aktie | 0,55 | 0,53 | 0,98 | 0,93 | 0,86 | 1,02 |

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tillväxt | | | | | | |
| Nettoomsättning | 13,1% | 17,2% | 4,5% | 9,7% | 7,8% | 6,9% |
| Totala intäkter | 13,1% | 17,3% | 7,9% | 7,8% | 6,2% | 6,9% |
| EBIT | 248% | 11,7% | 58,9% | -4,5% | -6,7% | 16,3% |
| EBITDA | 100% | 78,7% | 33,2% | -0,2% | -4,5% | 11,0% |
| EBT | 345% | 0,5% | 61,5% | -6,1% | -5,9% | 18,7% |
| Periodens resultat, hänförligt till moderbolaget | 608% | -4,0% | 88,9% | -3,7% | -7,9% | 18,4% |

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marginaler | | | | | | |
| EBITDA-marginal | 7,5% | 11,4% | 14,1% | 13,0% | 11,7% | 12,2% |
| EBIT-marginal | 5,0% | 4,8% | 7,0% | 6,2% | 5,5% | 6,0% |
| EBT-marginal | 5,1% | 4,3% | 6,5% | 5,7% | 5,0% | 5,6% |
| Vinstmarginal (moderbol.) | 3,5% | 2,9% | 4,4% | 2,6% | 3,5% | 3,9% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

| | 2 018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | |
| Anläggningstillgångar | | | | | | |
| Immateriella anläggningstillgångar | 392 | 409 | 407 | 407 | 407 | 407 |
| Nyttjanderättstillgångar | 24 | 155 | 179 | 201 | 201 | 201 |
| Övriga anläggningstillgångar | 81 | 106 | 101 | 127 | 129 | 124 |
| Summa, Anläggningstillgångar | 496 | 670 | 687 | 735 | 737 | 732 |
| Omsättningstillgångar | | | | | | |
| Kundfordringar och övriga fordringar | 228 | 288 | 249 | 277 | 294 | 315 |
| Likvida medel | 32 | 26 | 226 | 245 | 277 | 331 |
| Summa, Omsättningstillgångar | 260 | 313 | 475 | 523 | 571 | 646 |
| Summa tillgångar | 756 | 983 | 1 163 | 1 257 | 1 308 | 1 377 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | |
| Summa, Eget kapital | 384 | 404 | 483 | 517 | 547 | 591 |
| Långfristiga skulder | | | | | | |
| Långfristiga skulder | 167 | 185 | 183 | 186 | 186 | 186 |
| Långfristiga leasingskulder | 18 | 88 | 111 | 130 | 130 | 130 |
| Summa, Långfristiga skulder | 185 | 273 | 294 | 316 | 316 | 316 |
| Kortfristiga skulder | | | | | | |
| Kortfristiga skulder | 180 | 243 | 314 | 349 | 371 | 396 |
| Kortfristiga leasingskulder | 7 | 64 | 72 | 74 | 74 | 74 |
| Summa, Kortfristiga skulder | 187 | 306 | 386 | 424 | 445 | 471 |
| Summa, skulder | 372 | 579 | 680 | 740 | 761 | 787 |
| Summa eget kapital och skulder | 756 | 983 | 1 163 | 1 257 | 1 308 | 1 377 |
| Likviditet | 2 018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| Current ratio | 1,4 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,4 |
| Cash ratio | 0,2 | 0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Soliditet | 2 018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| Nettoskuld(-)/nettokassa (+) | -107,4 | -279,5 | -169,9 | -145,2 | -113,9 | -59,4 |
| Nettoskuld/EBITDA | 128% | 186% | 85% | 73% | 60% | 28% |
| Nettoskuld/EK | 28% | 69% | 35% | 28% | 21% | 10% |
| Skuld/EK | 97% | 143% | 141% | 143% | 139% | 133% |
| Soliditet | 51% | 41% | 42% | 41% | 42% | 43% |
| Lönsamhetsmått | 2 018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| ROA | 5,9% | 5,0% | 6,9% | 5,7% | 5,0% | 5,7% |
| ROE | 11,2% | 10,8% | 15,4% | 13,4% | 11,8% | 12,9% |
| ROIC | 8,4% | 7,2% | 11,2% | 10,4% | 9,2% | 10,6% |

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| KF, DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN | | | | | | |
| Rörelseresultat | 56 | 63 | 100 | 96 | 89 | 104 |
| Avskrivningar/nedskrivningar | 28 | 88 | 100 | 104 | 102 | 108 |
| Övriga justeringsposter - netto | -8 | -21 | -18 | -36 | -24 | -27 |
| Delta rörelsekapital | -21 | -8 | 33 | 68 | 4 | 5 |
| KF, löpande verksamheten inkl. delta rör.kap. | 55 | 123 | 216 | 232 | 171 | 190 |
| KF, INVESTERINGSVERKSAMHETEN | | | | | | |
| Övriga investeringar | -29 | -50 | -30 | -48 | -33 | -32 |
| Övriga avyttringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| KF, investeringsverksamheten | -29 | -60 | -8 | -48 | -33 | -32 |
| KF, FINANSIERINGSVERKSAMHETEN | | | | | | |
| 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 | 1 | 0 | 0 |
| Utdelning till innehavare med bestämmande inflytande | 0 | -21 | 0 | -35 | -33 | -30 |
| Utdelning till innehavare utan bestämmande inflytande | -3 | -4 | -2 | -5 | -3 | -3 |
| Amortering av leasingsskuld | -8 | -66 | -68 | -73 | -71 | -71 |
| Nyupptagna lån | 0 | 39 | 73 | 0 | 0 | 0 |
| Återbetalning av lån | -4 | -5 | 0 | -55 | 0 | 0 |
| KF, finansieringsverksamheten | -18 | -71 | -5 | -167 | -106 | -103 |
| Valutakursdifferenser i likvida medel | 2 | 1 | -2 | 1 | 0 | 0 |
| Periodens kassaflöde | 10 | -7 | 201 | 19 | 31 | 54 |
| Likvida medel vid periodens början | 22 | 32 | 26 | 226 | 245 | 277 |
| Likvida medel vid periodens slut | 32 | 26 | 227 | 245 | 277 | 331 |
| Nyckeltal | | | | | | |
| | 2 018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| Kassaflöde, löp.verk./nettoomsätt. | 4,9% | 9,3% | 15,7% | 15,4% | 10,5% | 10,9% |
| Kassaflöde, löp.verk./tillgångar | 7,3% | 12,5% | 18,6% | 18,4% | 13,1% | 13,8% |

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, 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, Niklas Elmhammer, Jonatan Andersson och Ulf Boberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.