



## Penser Future by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 21 februari 2024

# MedHelp Care

## Lämnar ett utmanande 2023 bakom sig

### Tydlig intäktsökning per användare

Under det sista kvartalet 2023 steg intäkterna med 2,5% till 22,0 mkr (21,4) och EBITDA till 2,2 mkr (1,0), motsvarande en marginal på 10,1% (4,5). Antalet användare uppgick till 195 088 (201 452), vilket är en minskning med 3,2%. Att omsättningen ökar samtidigt som antalet användare sjunker tyder på att intäkten per användare har stigit kraftigt. Samtidigt stiger bruttomarginalen till 82,4% (80,1). Att både omsättning per användare och bruttomarginalen är högre tyder på att MedHelp antingen har lyckats höja priserna till nya kunder eller att de som sagt upp hade sämre avtal. Det operativa kassaflödet fortsätter att vara positivt och uppgick under perioden till 2,8 mkr (2,3).

### Med fortsatt stabil kostnadsbas är det viktigaste att konvertera den rekordstora orderboken

MedHelp fortsätter att hålla en stabil nivå på sina operativa kostnader. Som vi såg i Q3'23 får ökade intäkter eller minskade kostnader stort genomslag på marginalen. Med den stabila kostnadsbasen och kassaflöde som MedHelp nu uppvisar handlar framtida utveckling enbart om försäljningen. Lyckas bolaget konvertera sin rekordstora orderbok kommer det att få en tydligt positiv påverkan på både vinst och kassaflöde. I och med samarbetet med Falck samarbetar MedHelp nu med de tre stora och rikstäckande företagshälsovårdsbolagen. Utöver att bidra med ytterligare potential att sälja till Falcks befintliga kunder, så minskar det risken att MedHelp förlorar kunder på grund av leverantörsbyte inom företagshälsa. Således bör volatiliteten i antalet användare minska framgent.

### Nedskrivning av obsolet teknik och goodwill tynger kvartalets resultat

Under kvartalet var MedHelp tvungna att göra två nedskrivningar. Nedskrivningen av obsolet funktionalitet i plattformen belastar resultatet med 3,0 mkr. Den andra tynger resultatet med 5,7 mkr och är en nedskrivning av resterande goodwill hänförlig verksamheten i Danmark. Det är såklart inte positivt att de behöver göra detta, men vi anser det vara lika bra att rensa böckerna inför 2024.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Bedömning		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e			
Totala intäkter	-2,0%	-2,0%	-	91	105	120	138	Potential	4	
EBITDA, just.	-12,4%	-7,3%	-	4%	15%	15%	15%	Risk	3	
EPS, just.	-15,0%	-3,8%	-	10	17	26	33	Finansiell ställning	3	
				EBIT, just.	-10	9	17	23	Historik & meriter	2
				EPS, just.	-0,4	0,2	0,4	0,6		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	97%	38%		
				EK/aktie	0,9	1,1	1,4	1,8	Aktiekurs	3,5 kr
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	Neg.	9,5%	15,4%	18,0%		
				ROE, just.	Neg.	22,8%	35,3%	38,5%		
				ROCE, just.	Neg.	21,7%	37,0%	44,3%		
				EV/Sales	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x		
				EV/EBITDA	11,4x	6,3x	4,2x	3,3x		
				EV/EBIT	Neg.	11,8x	6,3x	4,7x		
				P/E, just.	-9,9x	15,4x	7,8x	5,7x		
				P/EK	4,1x	3,2x	2,5x	2,0x		
				FCF yield	-2%	7%	10%	17%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	-0,4x	-0,5x	-0,7x		
<b>Kommande händelser</b>										
Q1 - rapport		03 maj 2024								
Q2 - rapport		13 augusti 2024								
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>										
Antal aktier		30m								
Börsvärde		106								
Nettoskuld		3,42								
EV		109								
Free float		22%								
Daglig handelsvolym, snitt		16k								
Bloomberg Ticker		MEDHLP SS EQUITY								
<b>Analytiker</b>										
Hugo Lisjo										
hugo.lisjo@carnegie.se										
								<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
								<b>Intressekonflikter</b>		
								Yes No		
								Likviditetsgarant ✓		
								Certificerad adviser ✓		
								Transaktioner 12m ✓		

## Investment case

**Låg marknadspenetration:** Trots att MedHelp är marknadsledande uppskattar vi att deras andel av den totala möjliga adresserbara marknaden uppgår till 5,2%. Då denna nischmarknad domineras av två aktörer, MedHelp och Falck Previa, tyder det på att marknadspenetrationen fortfarande är låg. Marknadsbilden gäller för bolagets båda geografiska marknader. Bara på den svenska marknaden, vilken idag står för över 90% av nettoomsättningen, har bolaget potential att mångdubbla sina intäkter.

**Teknologiskt försprång:** Jämfört med övriga marknadsaktörer har MedHelp redan idag ett teknologiskt försprång och bolaget arbetar aktivt med att utöka avståndet till övriga aktörer. Om bolaget fortsätter sin utveckling inom AI och kompletterande funktioner anser vi att bolaget har marknads mest omfattande plattform för hantering av sjukfrånvaro och digitalisering av företagshälsa.

**Genväg till kunderna:** MedHelp är samarbetspartner med två av Sveriges ledande företag inom företagshälsa, Avonova och Feelgood. De båda aktörerna har tillsammans ungefär 1,5 miljoner anslutna medarbetare. Om vi antar att hälften av MedHelps användare kommer via dessa partners är det endast 6,2% av dessa partners kunder som använder MedHelps plattform. Då samarbetet genererar intäkter med 100% bruttomarginal till partnern är båda parter måna om att öka andelen.

**Marginalexpansion:** Vid noteringen 2021 hade ledningen order om 100% fokus på omsättningstillväxt, som sedan under sommaren 2022 ändrades till en inriktning på lönsam tillväxt. Vi ser en kostnadsoptimerad organisation formas, byggd för att klara tillväxt. Ytterligare drivkraft för marginalexpansionen är att produktutvecklingen kan leda till höjd bruttomarginal genom prisökningar och minskade produktionskostnader.

## Bolagsprofil

MedHelp har som vision att kraftigt minska antalet sjukskrivna i samhället. Genom sin plattform, som möjliggör digitalisering av företagshälsovården, erbjuder MedHelp produkter för sjuk- och friskanmälan, sjukvårdsrådgivning, rehabiliteringsplaner, chefsstöd med mera. Plattformen ger både medarbetare, chefer och HR bättre insikt om nivå av sjukfrånvaro, orsaker till sjukfrånvaron och hur de som arbetsgivare bör agera framåt. Plattformen innehåller algoritmer programmerade för att flagga medarbetare med tidiga signaler på ohälsa som riskerar att leda till långtidsfrånvaro. Med relativt låga kostnader för preventiv vård ökar medarbetares hälsa och arbetsgivaren besparas stora sjukfrånvarokostnader. Forskning visar att kostnaden för långtidssjukfrånvaro i genomsnitt uppgår till 100 000 kr per medarbetare som är långtidsfrånvarande exklusive effektivitetsminskningar.

Plattformen säljs enligt en SaaS-modell med en månatlig intäkt per medarbetare. MedHelps mjukvara är kompatibel med både löne- och HR system, vilket underlättar sjukfrånvarohanteringen för alla bolagets berörda parter. Vidare hjälper MedHelp medarbetare och arbetsgivare i kontakt med Försäkringskassan och processer vid preventiv vård samt rehabilitering vid långtidssjukfrånvaro.

Idag har företaget drygt 500 företagskunder, vilka har mellan 7 och 16 000 anställda. Generellt riktar sig MedHelp till företag med 150–1500 anställda, vilka söker en enkelt implementerbar och GDPR-säker lösning för sin hantering av medarbetarnas sjukfrånvaro. Produkterna funkar dock lika bra för mindre aktörer som vill få tillgång till sjukfrånvarosystemet och processhjälp vid eventuell långtidsfrånvaro, samt för större arbetsgivare som vill ha stöd av en lösning som är fokuserad på att öka medarbetarnas hälsa samt sänka deras sjukfrånvarorelaterade kostnader.

## Värdering

För att bedöma bolaget utgår vi från fyra nyckelområden – potential, finansiell ställning, risk samt historik och meriter.

### Potential (4 poäng)

Marknaden för digital företagshälsa utvecklas snabbt och vi bedömer att det fortfarande finns potential att ta marknadsandelar. Vi ser att MedHelps teknologiska försprång ger bolaget goda förutsättningar att bli den aktör som bäst utnyttjar marknadspotentialen. Ledningen har skapat en kostnadseffektiv affärsmodell där omsättningstillväxt driver marginalexpansionen mot långsiktigt höga marginaler. Branschen är inte speciellt känslig för konjunktursvängningar, vilket tillsammans med återkommande intäkter bidrar till stabilitet. Rent tekniskt är skalbarheten hög. Vid kraftig tillväxt krävs ytterligare anställda för implementering. Vi graderar således potentialen till 4 poäng.

### Risk (3 poäng)

Vi bedömer att den största risken ligger i att omsättningstillväxten inte tar fart. Det anser vi främst skulle kunna bero på två saker, att samarbetspartners erbjudande inte är konkurrenskraftiga och att konkurrenter tar in på MedHelps teknologiska försprång. Vidare finns det risker i att ha en extern leverantör av sjukrådgivning och en generell kompetensbrist. Sjukrådgivning är en central del i erbjudandet, vilket gör relationen till leverantören kritisk. Det finns inte heller några direkta inträdesbarriärer till marknaden. Det gör det extra viktigt att bolaget fortsätter att investera i utvecklingen av plattformen och erbjudandet för att förbli marknadsledande. Fortsatta investeringar i plattformen kräver kompetent personal inom kodning, en arbetsgrupp som är mycket eftertraktad på arbetsmarknaden. Vi graderar risken till medel och 3 poäng.

### Finansiell ställning (3 poäng)

För den finansiella ställningen görs bedömningen utifrån den redovisade historiken. Vid kvartalets slut uppgick likvida medel till lite drygt 18 mkr, vilket vi bedömer som tillräckligt. Under det senaste kvartalet hade MedHelp ett negativt kassaflöde om -3 mkr. Bolaget har uppvisat god kostnadskontroll och snabbt anpassat sig till de nya målen om lönsam tillväxt. Det finns inga obligationer eller annan utestående skuld som i närtid måste omförhandlas och eventuellt påverka bolagets finansiella ställning. Då bolaget inte uppvisar ett kontinuerligt positivt kassaflöde graderar vi den finansiella ställningen till 3 poäng.

### Historik och meriter (2 poäng)

Historiskt har den danska verksamheten succesivt minskat samtidigt som den svenska uppvisat tillväxt. Effekten är att bolaget uppvisat en stagnerad omsättningstillväxt. Vid börsnoteringen 2021 var det 100% fokus på tillväxt, men under 2022 bytte styrelsen inriktning till att driva verksamheten mot lönsam tillväxt. Svängningarna i direktiv gör historiken spretig och inte speciellt givande. Vi bedömer historik och meriter till 2 poäng.

## Kvartalet i korthet

### Tecknar samarbetsavtal med Falck

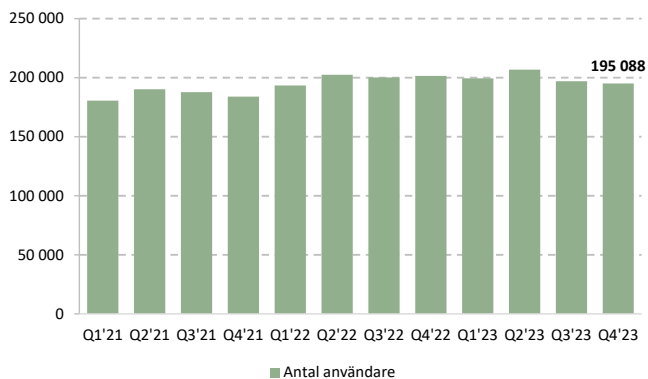
Kvartalets klart viktigaste händelse var samarbetsavtalet med Falck. I och med detta samarbete har MedHelp avtal med Sveriges tre största företagshälsöleverantörer och ett tiotal till mindre mer lokala aktörer. Det medför att risken för MedHelp att förlora kunder minskar. Tidigare har MedHelp kunnat förlora kunder när de bytte leverantör av företagshälsa. När de nu samarbetar med alla de tre stora minskar den risken. Vi har redan sett effekterna av detta. I Q3'23 rapporten meddelade MedHelp att de förlorat Botkyrka kommun som kund för att de bytt leverantör av företagshälsa. Strax efter att de annonserat samarbetet med Falck, annonserade de att Botkyrka kommun åter var kund.

Ledningen flaggar i rapporten för att de ökar fokuset att växa tillsammans med partners. Då de nu är partners till de största aktörerna inom företagshälsa förväntar vi oss att nästa samarbete kommer att vara med en annan typ av aktör. En ny samarbetspartner kan exempelvis finnas inom närliggande funktioner som leverantörer av tidrapporteringsystem, lönesystem eller aktörer som betalar ut sjukersättning.

### Svag utveckling i antal användare, men desto högre intäkt per användare

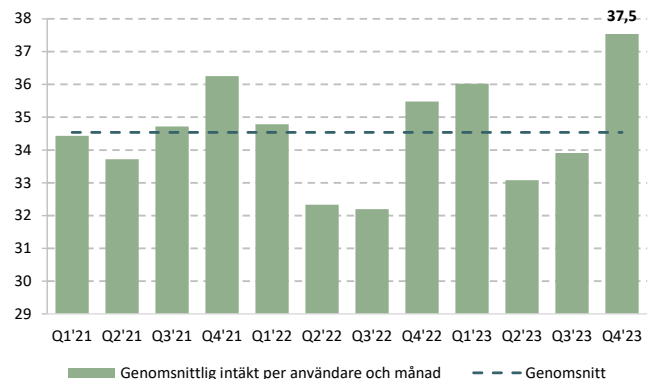
Antalet användare minskade för andra kvartalet i rad, trots att MedHelp har adderat många nya kunder under året. Företrädesvis relativt små kunder som inte fullt ut kompenserar för att befintliga kunder i vissa fall varit tvungna att minska antalet medarbetare. Vad vi förstått är pipeline starkare än någonsin så vi förväntar oss se konverteringar av denna under första halvan av 2024.

#### Åter en svag utveckling av antalet användare



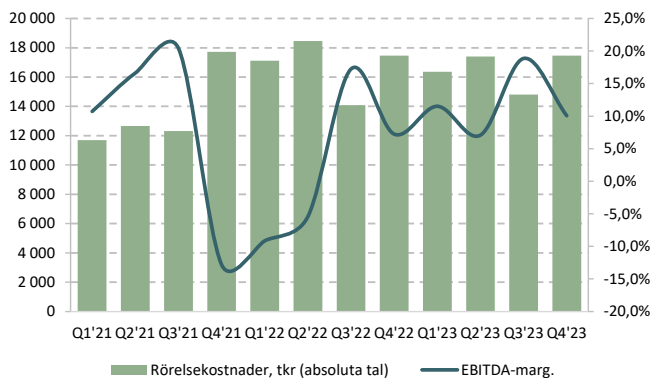
Källa: MedHelp, Penser by Carnegie

#### Genomsnittlig intäkt per användare på rekordnivåer



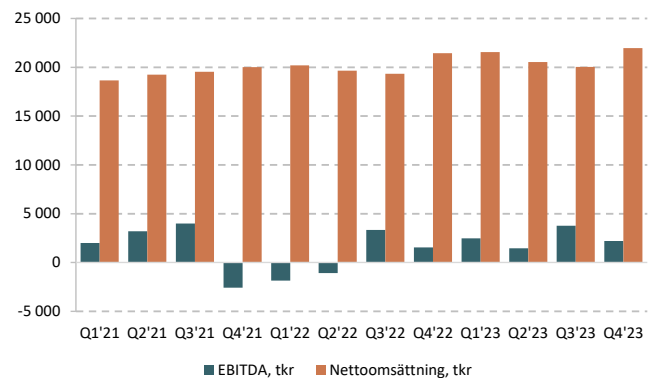
Källa: MedHelp, Penser by Carnegie

#### Fortsatt stabila kostnader borgar för stigande marginaler



Källa: MedHelp, Penser by Carnegie

#### EBITDA fortsätter att vara stabilt positiv



Källa: MedHelp, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Antalet användare vid utgången av 2023 var lägre än vi förväntat oss. Därför sänker vi våra tillväxtförväntningar kommande år. Vi hade också förväntat oss att bruttomarginalförbättringen skulle fortsätta lite till. I övrigt gör vi inga större förändringar.

### Endast mindre justeringar till följd av utvecklingen under Q4'23

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2023	2024e	2025e
Total omsättning	91	105	120	138	93	107	123	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Kostnad sålda varor	-15	-17	-18	-21	-15	-15	-17	0,5%	10,4%	5,1%
Bruttoresultat	76	88	102	117	78	92	105	-2,5%	-4,0%	-3,2%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>83,1%</i>	<i>84,2%</i>	<i>84,8%</i>	<i>84,9%</i>	<i>83,5%</i>	<i>86,0%</i>	<i>85,8%</i>	<i>-0,4 pp</i>	<i>-1,8 pp</i>	<i>-1,0 pp</i>
Produktionskostnader	-15	-17	-18	-21	-15	-15	-17	0,5%	10,4%	5,1%
Personalkostnader	-45	-47	-49	-55	-45	-48	-50	-0,2%	-1,7%	-1,7%
Övriga externa kostnader	-21	-23	-26	-30	-21	-24	-27	0,4%	-1,7%	-1,7%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>-16,7%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-7,3%</b>
<b>EBITDA-marg.</b>	<b>12%</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>-2,1 pp</b>	<b>-2,2 pp</b>	<b>-1,4 pp</b>
Totala av-/nedskrivningar	-20	-8	-9	-9	-12	-9	-10	75,7%	-11,3%	-13,3%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-10</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>n.m.</b>	<b>-13,3%</b>	<b>-4,0%</b>
<b>EBIT-marg.</b>	<b>Neg</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>0%</b>	<b>11%</b>	<b>16%</b>	<b>-</b>	<b>-1,3 pp</b>	<b>-0,4 pp</b>
Finansiellt netto	-1	-1	0	0	-1	0	0	n.m.	24,2%	-14,9%
Inkomstskatt	0	-2	-4	-5	0	-2	-4	-	-15,0%	-3,8%
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>-11</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>n.m.</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-3,8%</b>

Källa: Penser by Carnegie

## Liknande bolags värdering

I Sverige finns det inte många noterade bolag som MedHelp kan liknas vid. De närmaste vi har identifierat är Aino Health och Physitrack. Aino Health har meddelat en nyemission som marknaden inte tog emot väl, så värderingen uppskattar vi nu att vara till ca EV/S 0,5x. Historiskt har Aino värderats betydligt högre än så. Physitrack fortsätter att växa 20-30% med en EBITDA-marginal kring 20-25% och värderas nu till EV/S 1,3x för innevarande år.

Utöver dessa två anser vi att mindre Nordiska techbolag fungerar bra som jämförelsegrupp. Jämförelsegruppen handlar till ungefär 3x så hög multipel som MedHelp gör. Jämför vi förväntad utveckling kommande år uppvisar jämförelsebolagen generellt en högre förväntad tillväxt, men ungefär samma EBITDA-marginal.

### MedHelp värderas fortfarande lågt jämfört andra techbolag

Namn	M-cap (SEKM)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			Omsättningstillväxt	
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
MedHelp	110	1,2	1,2	1,0	53,9	11,4	6,3	2%	12%	18%	7%	4%
Aino Health	37	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Physitrack	245	2,8	1,8	1,3	10,3	7,9	4,1	28%	22%	32%	26%	25%
Litium	154	2,2	1,9	2,0	-	14,7	9,6	13%	21%	22%	7%	16%
AVTECH Sweden	247	-	6,5	5,9	-	15,9	12,2	41%	48%	55%	25%	21%
Efecte	1 076	2,9	2,1	3,5	-	280,4	47,3	1%	7%	12%	11%	13%
FormPipe Software	1 610	2,5	2,8	2,9	17,1	12,8	11,6	22%	25%	29%	6%	11%
<b>Mean</b>	561	2,5	3,0	3,1	13,7	66,3	17,0	21%	25%	30%	15%	17%
<b>Median</b>	246	2,5	2,1	2,9	13,7	14,7	11,6	22%	22%	29%	11%	16%

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Resultaträkning						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	77	81	84	97	112	130
Övriga rörelseintäkter	5	8	7	8	8	8
Totala intäkter	82	88	91	105	120	138
Kostnad sålda varor	-21	-19	-15	-17	-18	-21
Bruttoresultat	61	69	76	88	102	117
Försäljningskostnader	-34	-44	-45	-47	-49	-55
Övriga rörelsekostnader	-20	-23	-21	-23	-26	-30
EBITDA	7	2	10	17	26	33
EBITDA, justerad	7	2	10	17	26	33
EBITA, justerad	7	2	10	17	26	33
Avskrivningar immateriella tillgångar	-15	-10	-20	-8	-9	-9
EBIT	-8	-8	-10	9	17	23
EBIT, justerad	-8	-8	-10	9	17	23
Finansnetto	-1	0	-1	-1	0	0
Resultat före skatt	-9	-8	-12	9	17	24
Resultat före skatt, justerad	-9	-8	-12	9	17	24
Total skatt	0	1	0	-2	-4	-5
Nettoresultat	-9	-7	-11	7	14	19
Nettoresultat, justerad	-9	-7	-11	7	14	19
Intäktsstillväxt	-	7%	4%	15%	15%	15%
Bruttomarginal	74,0%	78,2%	83,1%	84,2%	84,8%	84,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	15,4%	18,0%
EPS, justerad	-0,29	-0,24	-0,36	0,23	0,44	0,61
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	97%	38%

Källa: MedHelp Care, Carnegie

Kassaflödesanalys						
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-8	-8	-10	9	17	23
Övriga kassaflödesposter	17	10	18	6	5	5
Förändringar i rörelsekapital	7	-16	1	3	1	3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	16	-14	9	18	23	31
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-23	-11	-10	-11	-12	-12
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-23	-11	-11	-11	-12	-13
Fritt kassaflöde	-7	-25	-2	7	11	18
Nyemission / återköp	45	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	-3	-4	-5
Utdelningar	0	0	0	0	-4	-8
Övriga poster	0	9	-2	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	45	8	-2	-3	-8	-13
Kassaflöde	38	-17	-4	4	3	5
Nettoskuld	-25	2	3	-6	-13	-23

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Balansräkning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	7	6	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	36	38	34	37	40	44
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	1
Övriga anläggningstillgångar	0	1	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	43	46	36	40	43	46
Kundfordringar	8	13	9	8	9	10
Övriga omsättningstillgångar	5	5	4	5	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	19	13	17	20	26
Summa omsättningstillgångar	49	37	27	30	35	43
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>78</b>	<b>89</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	46	38	27	34	43	54
Summa eget kapital	46	38	27	34	43	54
Långfristiga räntebärande skulder	7	15	12	9	5	0
Övriga långfristiga skulder	0	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	7	15	12	9	5	0
Kortfristiga räntebärande skulder	2	5	5	2	3	3
Leverantörsskulder	7	9	8	10	11	13
Kortfristiga leasingkulder	1	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	29	13	11	15	16	19
Summa kortfristiga skulder	39	29	24	27	29	35
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>78</b>	<b>89</b>

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	7%	4%	15%	15%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-70%	>100%	76%	50%	25%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	87%	35%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	97%	38%
Bruttomarginal	74,0%	78,2%	83,1%	84,2%	84,8%	84,9%
EBITDA-marginal	8,5%	2,4%	11,8%	18,0%	23,3%	25,1%
EBITDA-marginal, justerad	8,5%	2,4%	11,8%	18,0%	23,3%	25,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	15,4%	18,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%	15,4%	18,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7,1%	12,0%	14,3%

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Avkastning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	23%	35%	38%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	22%	37%	44%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	32%	60%	76%

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	10%	14%	10%	7%	7%	8%
Leverantörsskulder / KSV	31%	48%	49%	60%	59%	62%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	51%	34%	29%	31%	31%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	-28%	-5%	-5%	-11%	-10%	-11%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,5x	2,1x	2,3x	2,4x	2,4x

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-25	2	3	-6	-13	-23
Soliditet	50%	46%	42%	48%	55%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	0,1x	0,1x	-0,2x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	-3,8x	1,1x	0,3x	-0,4x	-0,5x	-0,7x

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Aktiedata

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,29	-0,24	-0,36	0,23	0,44	0,61
EPS, justerad	-0,29	-0,24	-0,36	0,23	0,44	0,61
FCF per aktie	-0,23	-0,83	-0,06	0,23	0,36	0,61
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	1,50	1,25	0,88	1,10	1,41	1,76
Antal aktier vid årets slut, m	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4

Källa: MedHelp Care, Carnegie

## Värdering

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,4x	7,8x	5,7x
P/EK	4,3x	2,7x	4,1x	3,2x	2,5x	2,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	15,2x	9,8x	5,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	7%	10%	17%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,1x	1,2x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	25,6x	53,9x	11,4x	6,3x	4,2x	3,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	11,8x	6,3x	4,7x
EV	169	106	113	109	109	109
Aktiekurs	6,4	3,4	3,6	3,5	3,5	3,5

Källa: MedHelp Care, Carnegie



# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1-5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95