



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 01 mars 2023

# Physitrack

## Högre marginaler att vänta under 2023

### Förväntat lägre marginal under sista kvartalet

Kvartalet var i stort sett som vi förväntat oss med en total tillväxt på 38% y/y och proforma på 20%. För helåret 2022 uppgick omsättningen till EUR 12,5m (8,0), vilket var 1% över våra förväntningar på EUR 12,4m. Vi hade räknat med att den justerade EBITDA-marginalen skulle sjunka under det fjärde kvartalet till följd av rekrytering av nyckelpersoner samt förändrad produktmix. Den justerade EBITDA-marginalen för det fjärde kvartalet uppgick till 25% (32) och för helåret till 28% (33), vilket var ungefär 2 procentenheter lägre än våra estimat.

### Kvartalets utveckling leder endast till mindre prognosförändringar

Omsättningen under kvartalet drevs främst av segmentet Wellness starka proforma tillväxt om 55%. På årsbasis växte Wellness med hela 271% totalt och 54% proforma. Fysiotests svaga utveckling sänker segmentets justerade EBITDA-marginal till 2% från 7% föregående år. Vi räknar med att Fysiotest kommer att fortsätta ha det tufft under 2023, men tack vare övriga bolags starka tillväxt stiger segmentets EBITDA-marginal till 6% för 2023. På årsbasis växer Lifecare 24% totalt och 17% proforma och ökar den justerade EBITDA-marginalen till 49% jämfört med fjolårets 48%.

### Högre omsättning, men något lägre marginal

Vi höjer tillväxten inom Wellness-segmentet, vilken har lägre marginal än Lifecare, så marginalen på gruppnivå sjunker jämfört med tidigare prognoser. Avskrivningarna och investeringarna ökade under kvartalet varpå vi höjer dessa från tidigare prognoser. Effekten av förändringarna blir en lägre EBITDA och lägre kassaflöde än tidigare. Förändringarna leder till att vi sänker vårt motiverade värde till 48–52 kr per aktie från tidigare 57–58 kr. Vi har en oförändrat positiv syn på bolagets fortsatta utveckling.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	48 - 52 kr												
Totala intäkter	2,9%	3,6%	0,0%	Totala intäkter	13	16	20	24	Aktiekurs	16,0 kr												
EBITDA, just.	-1,3%	-0,7%	-0,7%	Tillväxt	59%	31%	22%	21%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-32,1%	-21,4%	-14,1%	EBITDA, just.	3	5	7	9	<b>Kursutveckling 12 mån</b>													
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	1	2	4	6														
Q1 - rapport	16 maj 2023			EPS, just.	0,0	0,1	0,2	0,3	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Q2 - rapport	15 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	96%	71%														
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				EK/aktie	1,4	1,5	1,6	1,9	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	16m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	24			EBIT-marginal	0,9%	12,6%	19,1%	26,5%														
Nettoskuld	0			ROE, just.	Neg.	6,0%	10,9%	16,2%														
EV	24			ROCE, just.	4,3%	8,4%	13,9%	20,7%														
Free float	57%			EV/Sales	2,8x	1,5x	1,2x	1,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	16k			EV/EBITDA	10,2x	4,7x	3,6x	2,6x														
Bloomberg Ticker	PTRK SS EQUITY			EV/EBIT	34,9x	11,8x	6,4x	3,8x														
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-	17,4x	8,9x	5,2x														
Hugo Lisjo				P/EK	1,6x	1,0x	0,9x	0,8x														
hugo.lisjo@penser.se				FCF yield	-	-	0%	5%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	0,4x	0,3x	0,1x														

## Investment case

Physitrack tillhandahåller två globala SaaS-baserade tekniska plattformar för virtuell vård, patienthantering på distans inriktad mot fysioterapi (sjukgymnastik) och en hälso- och friskvårdsplattform som inkluderar både fysisk och psykisk hälsa med inriktning mot företagskunder. Bolaget opererar i den digitala marknaden för hälsovård som växer snabbt och där covid-19 snabbade på utvecklingen. Physitrack har byggt upp en stark position inom nischmarknaden digital fysioterapi, vilket gör det svårt för konkurrenter att komma in i nischen. Givet att affären är byggd på SaaS-abonnemang och Physitrack redan har en hög lönsamhet, innebär detta att modellen har en hög förutsägbarhet sett till resultatet. Bolaget har dessutom breddat sitt erbjudande och gått in i en ännu större marknad, Virtual Care. Med samma strategi som inom fysioterapi tar Physitrack marknadsandelar på den betydligt större marknaden för Virtual Care.

### Marknad med god tillväxt

Den digitala marknaden för hälsovård växer snabbt och covid-19 kom att öka takten i denna utveckling. Ett växande vårdbehov kommer att driva tillväxten för digital hälsovård i många år framöver. Physitrack har byggt en stark position inom nischmarknaden digital fysioterapi, vilket gör det svårt för konkurrenter att komma in i nischen. Den digitala telerehabiliteringsmarknaden förväntas ha en CAGR på 13,5% fram till 2027. Marknaden för digital hälso- och friskvård, Virtual Care, bedöms ha ett värde på ungefär USD 222mdr. Marknadens tillväxt drivs av en generellt ökad stress i samhället samt viljan hos företag att få sina anställda mer välmående.

### God lönsamhet trots sin korta historia

Affären bygger främst på SaaS-abonnemang och Physitrack har redan hög lönsamhet trots att bolaget är relativt nystartat. Abonnemangsmodellen innebär en hög förutsägbarhet i resultatet. Återkommande intäkter uppgår till drygt 70% och kundbasen är stabil med en churn rate på dryga 1%. Bolaget har dessutom breddat sin portfölj genom att erbjuda virtuell fysioterapi och preventiv friskvård (Virtual Care).

### Stark finansiell ställning möjliggör ökad tillväxt genom förvärv

Verksamheten är kapitallett och genererar starka kassaflöden. I kombination med en stark finansiell position har bolaget möjlighet att göra ytterligare förvärv vilket kan ske utan nyemission av aktier.

### Värdering

Vi ser ett motiverat värde per aktie på 48–52 kr, där värderingen utgår ifrån en relativvärdering med stöd av en kassaflödesvärdering. Risknivån bedöms som medel, vilket trots sin höga andel återkommande intäkter som bidrar till starka och stabila kassaflöden, låga churn samt bolagets starka balansräkning, motiveras av dess korta historik på börsen samt storlek. Vi ser ytterligare potential om bolaget genomför värdeskapande förvärv, vilket inte är inräknat i vår kalkyl.

### Motiverat värde

48–52 kr per aktie

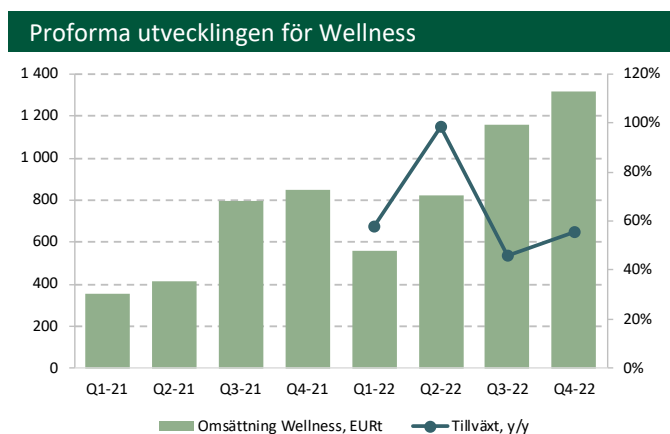
## Lanseringen av Champion Health mentala hälsoterapiprodukt

Champion Health plattformen är en helomfattande hälsoplattform för att förbättra anställdas hälsa. Champion hjälper även arbetsgivaren att bilda sig en uppfattning om hur de anställda mår och om det finns avdelningar där saker måste förändras. Hälsoplattformen anpassar innehållet utefter användaren och kan bland annat tipsa om sömnförbättrande åtgärder, övningar för att minska smärta i rygg eller mindfulness. Med den nya lanseringen kan premiumanvändare boka tid för att prata med utbildade psykologer. Med denna utveckling blir Champion mer än bara en hälsoplattform, Champion blir en plats där användare får direkt kontakt med personlig service av utbildade experter.

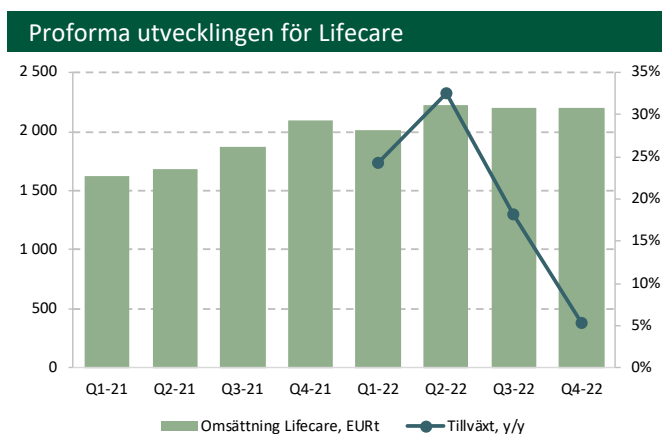
### Kvartalets utveckling

Under kvartalet steg omsättningen med 38% totalt och 20% proforma. Båda segmenten bidrog till tillväxten, varav Wellness uppvisade högst tillväxt med hela 55% proforma tillväxt och Lifecare med 5%. Wellness segmentet tyngdes av utvecklingen inom dotterbolaget Fysiotest som under 2021 hade en positiv covid-effekt. Om vi rensar Wellness utveckling från Fysiotest växte de övriga bolagen med ca 160% y/y, vilket visar övriga segmentets höga efterfrågan. Lifecare segmentets tillväxt drevs av Physitrack som är det största bolaget inom gruppen.

Under det fjärde kvartalet utgjorde Lifecare 63% av intäkterna och Wellness 37%, för helåret 2022 uppgick samma siffror till 69% och 31%.

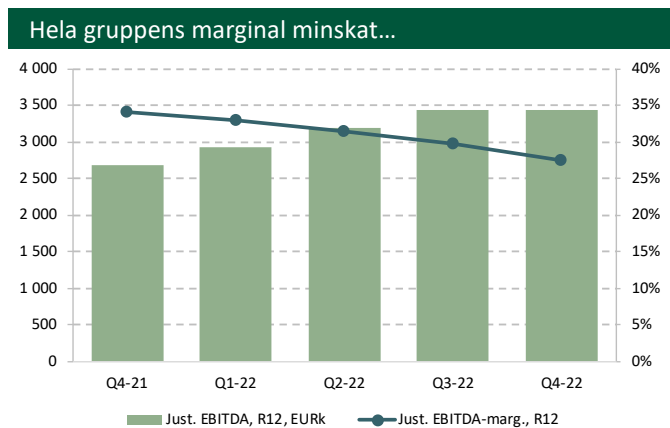


Källa: EPB, Physitrack

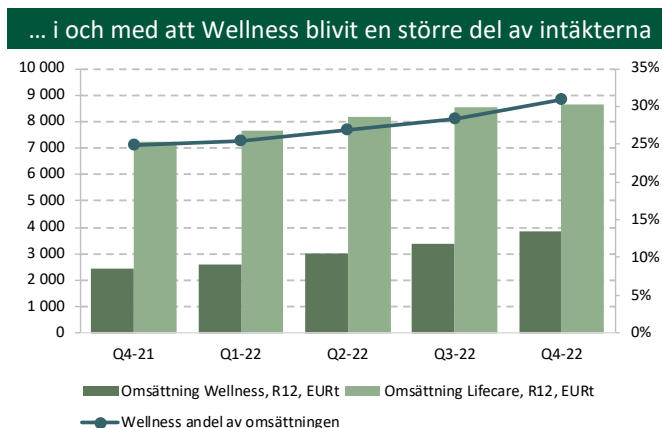


Källa: EPB, Physitrack

Lifecare är Physitracks mogna och höglönsamma segment som hade en justerad EBITDA-marginal på 49% (48) för helåret 2022. Det mindre mogna och snabbväxande Wellness-segmentet uppvisade för året en marginal på 2% (7%). Anledningen till den minskade marginalen tillskrivs den svaga utvecklingen inom Fysiotest. Sett till hela gruppen sjönk marginalen som förväntat och uppgick till 28% (33), vilket var två procentenheter lägre än våra estimat. Att marginalen skulle sjunka jämfört med föregående år var väntat eftersom Wellness-segmentet, med lägre marginal, växer snabbare än Lifecare och blir således en större andel av intäkterna.



Källa: EPB, Physitrack

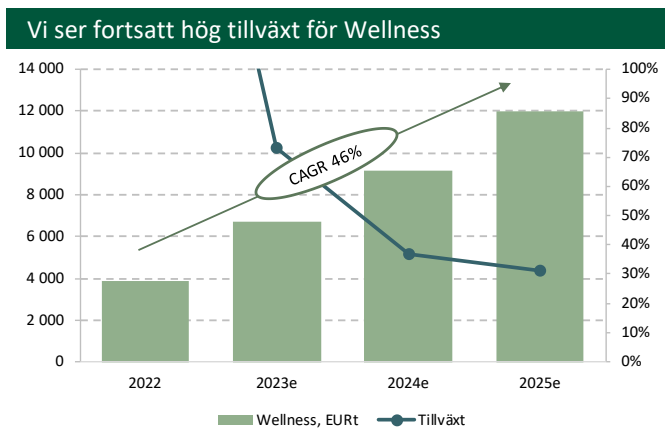


Källa: EPB, Physitrack

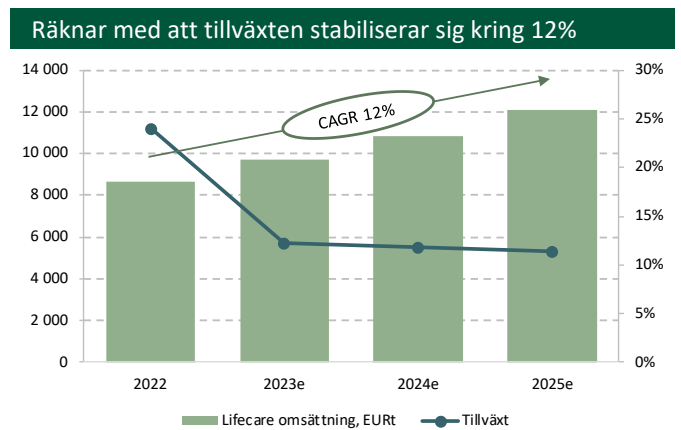
## Prognosförändringar

Eftersom rapporten i stort var i linje med våra förväntningar genomför vi endast mindre prognosförändringar. Det vi gör är att vi höjer tillväxten inom Wellness och sänker tillväxten marginellt inom Lifecare. Vi räknar med att Wellness vid slutet av vår prognosperiod omsätter ungefär lika mycket som Lifecare. Vi räknar med att Wellness kommer att fortsätta sin höga tillväxt genom cross sell mellan bolagen, prisökningar och ett än mer utvecklat utbud. Vi ser att plattformen blir än mer intressant för användarna när man kan få hjälp direkt i appen eller att genom appen få direkt kontakt med professionella aktörer inom respektive vårdområde. I våra prognoser för 2023 räknar vi med att Fysiotest fortsätter att minska sin omsättning med ungefär 9%.

Lifecare räknar vi med kommer att kunna växa med ungefär 12% per år. Tillväxten drivs till stor del av produktutveckling som underlättas av att Physitrack rekryterat egna utvecklare, vilket vi ser positivt på som långsiktig investering.

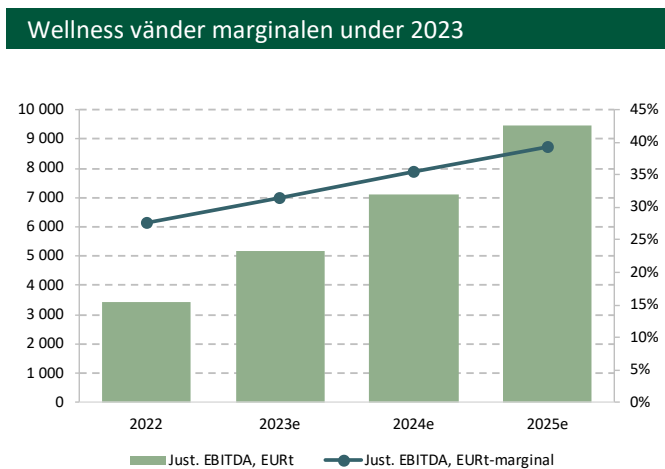


Källa: EPB, Physitrack

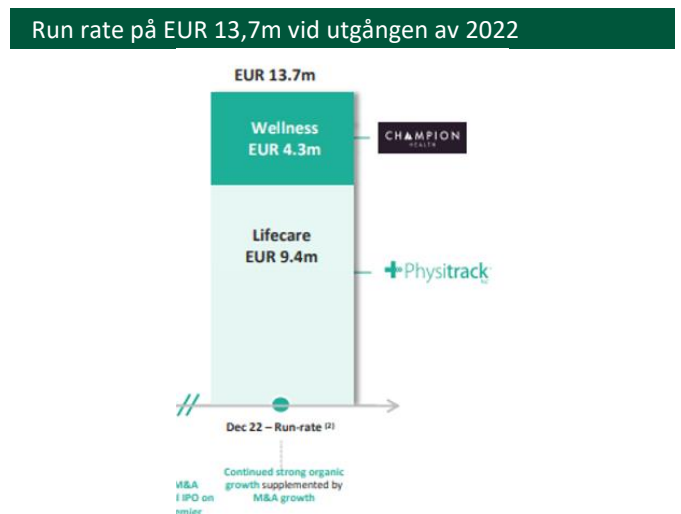


Källa: EPB, Physitrack

Vi räknar med att den justerade EBITDA-marginalen åter vänder upp under 2023 och att Q4'22 var botten för marginalen. Vi bedömer att Lifecare kommer att behålla sin stadiga EBITDA-marginal kring 50% och att Wellness får en marginalexpension. Marginalexpensionen räknar vi med kommer från 1. ökad omsättning, 2. effektiviseringar och 3. prisökningar. Wellness-segmentet har höga bruttomarginaler vilket innebär att omsättningen får stor påverkan på marginalen. Effektiviseringar sker på flera sätt, bland annat genom effektivare sälj och integrationsprocesser som möjliggörs av fortsatt teknikutveckling. Prisökningarna räknar vi slår igenom redan under Q1'23 och drivs av både produktutveckling samt en del inflationsjusteringar.



Källa: EPB, Physitrack



Källa: EPB, Physitrack

Omsättningen kom in 1% starkare än vi räknat med, men det som gör att vi höjer våra prognoser för 2023 och 2024 är att intäktsbasen vid årets utgång uppgick till EUR 13,7m. Vi bedömer därmed att vi legat lite lågt med våra estimat för 2023 och 2024 höjer tillväxttakten med 3 respektive 4%.

Genom att vi höjer tillväxten inom Wellness sjunker EBITDA-marginalen marginellt de kommande åren. Den stora förändringen under kvartalet var de ökade avskrivningarna- Vi justerar upp avskrivningarna kommande år, vilket påverkar EBIT.

## Prognosförändringar

EURm	Nya prognoser				Gamla prognoser				Förändring (%)			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,5	16,4	20,0	24,1	12,4	15,9	19,3	24,1	1%	3%	4%	0%
EBITDA, justerad	3,4	5,2	6,9	9,4	3,7	5,2	6,9	9,5	-8%	-1%	-1%	-1%
EBITDA-marg.	27,5%	31,5%	34,4%	39,1%	30,0%	32,8%	35,9%	39,4%	-2,5 pp	-1,3 pp	-1,5 pp	-0,1 pp
EBIT, justerad	1,0	2,1	3,8	6,4	1,4	3,0	4,8	7,4	-29%	-32%	-21%	-14%
EBIT-marg.	8,1%	12,6%	19,1%	26,5%	11,5%	19,0%	25,0%	30,7%	-3,4 pp	-6,4 pp	-5,9 pp	-4,2 pp

Källa: EPB, Physitrack

Med våra prognoser och bolagets revolverande kreditfacilitet på GBP 5m ser vi inte några bekymmer med kassaflödet. Vi räknar med att Physitrack kommer att betala ut ca EUR 2,7m i tilläggsköpeskilling under 2023, vilket är klart över de EUR 1,6m som bolaget guidar för. Vi räknar med mer till följd av vår estimerat höga tillväxt inom Wellness. Tilläggsköpskillingarna täcks med hjälp av kassaflödet och ett tillskott på EUR 1,7m från kreditfaciliteten. Efter 2023 räknar vi med att inga ytterligare lån kommer att behövas.

## Värdering

Vi bibehåller vår värderingsansats med en relativvärdering, med EV/EBITDA-multipel, som stöds av en DCF värdering. Vi sänker vårt motiverade värde till 48–52 kr per aktie från tidigare 57–58 kr per aktie. Detta då vi räknar med en lägre marginal och något högre investeringar än tidigare.

I vår relativvärdering har vi delat upp jämförelsegruppen i två subgrupper, en grupp med mindre nordiska SaaS-bolag och en grupp med bolag verksamma inom digital hälsa. Vi värderar Physitrack med EV/EBITDA multipel för 2023 och applicerar denna på vår prognosticerade EBITDA för 2023e.

Gruppen med nordiska SaaS-bolag har liknande marginaler och tillväxt, men är lite större och har generellt en högre andel återkommande intäkter på gruppnivå. Vi väljer därmed att sätta en multipelrabatt på 10%. Medelmultipeln för gruppen är 16,3x justerat med 10% och vi får en motiverad multipel på 14,7x. Gruppen med digitala hälsovårdsbolag består av betydligt större amerikanska bolag. Vi sätter därför en rabatt på 15% mot dessa, vars medelmultipel är 17,4x. Justerar vi med 15% får vi en multipel på 14,8x. Vi använder oss av snittet av de båda gruppernas justerade multipel, 14,7x.

I bilden nedan syns våra beräkningar samt nyckeltal för bolagen inom respektive subgrupp. Jämförelsebolagen är valda utifrån sektor, marginal och tillväxt, för att i möjligaste mån likna Physitrack.

		Physitrack EBITDA EURm, 2023e (SEK)				
		4,4	4,9	5,5	6,0	6,6
EV/EBITDA - medel	13,7	38	42	47	51	56
	14,2	39	43	48	53	59
	14,7	40	45	50	55	61
	15,2	42	47	52	57	63
	15,7	43	48	53	59	65

		Physitrack EBITDA EURm, 2023e (SEK)				
		4,4	4,9	5,5	6,0	6,6
EV/EBITDA - medel	13,7	3,4	3,8	4,2	4,6	5,1
	14,2	3,5	3,9	4,3	4,8	5,3
	14,7	3,6	4,0	4,5	4,9	5,4
	15,2	3,8	4,2	4,6	5,1	5,6
	15,7	3,9	4,3	4,8	5,3	5,8

Källa: EPB, Factset 2023-03-01

	Market Cap (SEKm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA margin		EBITDA-Growth
		2022	2023e	2022	2023e	2021	2022	2022
<b>SaaS + Digital Hälsa</b>								
Upsales	1 246	9,1x	7,2x	32,6x	24,1x	21%	28%	82%
Formpipe	1 328	2,5x	2,5x	16,6x	12,4x	28%	15%	-47%
Carasent	1 285	3,2x	2,3x	13,7x	11,4x	33%	24%	-1%
Admicom	2 335	7,3x	6,0x	16,3x	15,5x	48%	45%	29%
Lime Technology	3 480	6,7x	6,7x	21,4x	21,7x	33%	31%	16%
Karnov	5 835	7,5x	3,3x	19,9x	12,8x	43%	38%	13%
GoodRx	23 535	2,5x	3,0x	8,8x	11,8x	31%	28%	1%
Progyny	36 016	3,7x	3,5x	23,3x	20,6x	13%	16%	103%
Signify Health	53 435	6,3x	5,1x	28,6x	18,3x	22%	22%	11%
Teladoc Health	44 091	1,9x	1,9x	18,2x	16,8x	13%	10%	3%
Healthequity	57 840	6,9x	6,6x	22,0x	19,4x	31%	31%	25%
<b>Medel SaaS</b>		<b>6,1x</b>	<b>4,7x</b>	<b>20,1x</b>	<b>16,3x</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>15%</b>
<b>Medel Digital Hälsa</b>		<b>4,2x</b>	<b>4,0x</b>	<b>20,2x</b>	<b>17,4x</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>29%</b>
<b>Medel</b>		<b>5,2x</b>	<b>4,4x</b>	<b>20,1x</b>	<b>16,8x</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>21%</b>

Källa: EPB, Factset 2023-03-01

Vi använder oss av samma antaganden som tidigare.

### Kassaflödesanalys inklusive känslighetstabell

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			32
PV of terminal value (perpetuity formula)			43
Enterprise value			75
Latest net debt			0
Minority interests & other			0
Equity value			75
No. of shares outstanding (millions)			16,26
<b>Equity value per share (EUR)</b>			<b>4,6</b>

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	6,0	4,6	3,8
EV/EBITDA	29,5	14,5	10,6
EV/EBIT	686,4	36,2	18,6
EV/NOPLAT	915,1	48,3	24,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price (EUR)			1,5
EUR/SEK	11,1		51

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,5%
Tax rate	25%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	30,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	8,0%
Tax rate	25%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	4,9	5,1	5,4	5,7	6,0
	11,5%	4,5	4,7	5,0	5,2	5,5
	12,0%	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1
	12,5%	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7
	13,0%	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4
		Long-term EBIT margin				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
WACC	11,0%	4,6	5,0	5,4	5,8	6,1
	11,5%	4,3	4,6	5,0	5,3	5,6
	12,0%	4,0	4,3	4,6	4,9	5,2
	12,5%	3,7	4,0	4,3	4,6	4,9
	13,0%	3,5	3,7	4,0	4,3	4,5

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	3	8	13	16	20	24
<b>Totala intäkter</b>	3	8	13	16	20	24
<b>Bruttoresultat</b>	3	8	13	16	20	24
Administrationskostnader	-1	-5	-9	-11	-13	-15
<b>EBITDA</b>	2	1	3	5	7	9
Jämförelsestörande poster	0	-2	-1	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	2	3	3	5	7	9
<b>EBITA, justerad</b>	2	3	3	5	7	9
<b>EBIT</b>	1	0	0	2	4	6
<b>EBIT, justerad</b>	1	1	1	2	4	6
<b>Resultat före skatt</b>	1	-1	0	2	4	6
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	1	1	1	2	4	6
Total skatt	0	0	0	0	-1	-2
Minoritetsintressen	0	0	-1	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	1	-1	-1	1	3	5
<b>Nettoresultat, justerad</b>	1	1	0	1	3	5
Intäktstillväxt	-	>100%	59%	31%	22%	21%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	22,9%	15,9%	8,1%	12,6%	19,1%	26,5%
EPS, justerad	0,06	0,06	0,00	0,09	0,17	0,29
EPS-tillväxt, justerad	-	-6%	N.m.	N.m.	96%	71%

Källa: Physitrack, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	1	0	0	2	4	6
Övriga kassaflödesposter	1	3	3	2	2	1
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-1	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	2	2	3	4	5	7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-2	-4	-3	-3	-3
Övrigt Kassaflöde från investeringar	1	0	-3	-3	-2	-3
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	0	-2	-8	-6	-5	-6
<b>Fritt kassaflöde</b>	2	0	-5	-2	0	1
Förvärv och avyttringar	-1	-2	-7	0	0	0
Nyemission / återköp	0	19	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	1	2	0	0
Övriga poster	0	-3	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	-1	14	-6	2	0	0
<b>Kassaflöde</b>	1	14	-11	0	0	1
<b>Nettoskuld</b>	0	-14	0	2	2	1

Källa: Physitrack, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	6	14	27	27	27	27
Övriga immateriella tillgångar	2	2	10	10	10	10
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
Kundfordringar	1	2	3	4	5	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	14	1	0	0	1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>2</b>	<b>16</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>10</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	5	23	22	24	26	31
<b>Summa eget kapital</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>31</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	1	3	2	2
Övriga långfristiga skulder	0	6	11	8	7	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>6</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0
Leverantörsskulder	1	1	2	3	3	3
Övriga kortfristiga skulder	1	1	5	5	5	5
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>10</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>45</b>

Källa: Physitrack, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	59%	31%	22%	21%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	64%	29%	50%	33%	37%
EBIT-tillväxt, justerad	-	78%	-19%	>100%	84%	67%
EPS-tillväxt, justerad	-	-6%	N.m.	N.m.	96%	71%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	52,5%	12,1%	20,3%	31,5%	34,4%	39,1%
EBITDA-marginal, justerad	53,4%	34,1%	27,5%	31,5%	34,4%	39,1%
EBIT-marginal	22,1%	Neg.	0,9%	12,6%	19,1%	26,5%
EBIT-marginal, justerad	22,9%	15,9%	8,1%	12,6%	19,1%	26,5%
Vinst-marginal, justerad	20,3%	11,7%	Neg.	8,5%	13,7%	19,4%

Källa: Physitrack, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	6%	Neg.	6%	11%	16%
ROCE, justerad	Neg.	8%	4%	8%	14%	21%
ROIC, justerad	Neg.	16%	6%	9%	14%	21%

Källa: Physitrack, EPB



## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	1%	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	21%	24%	25%	27%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	46%	70%	66%	59%	56%
Rörelsekapital / totala intäkter	-64%	-13%	-32%	-20%	-12%	-6%

Källa: Physitrack, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-14	0	2	2	1
Soliditet	55%	71%	54%	56%	62%	69%
Nettoskuld / EBITDA	0,3x	-14,5x	0,1x	0,4x	0,3x	0,1x

Källa: Physitrack, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,06	-0,05	-0,06	0,09	0,17	0,29
EPS, justerad	0,06	0,06	0,00	0,09	0,17	0,29
FCF per aktie	0,22	0,03	-0,31	-0,12	0,00	0,08
Eget kapital per aktie	0,51	1,44	1,38	1,46	1,63	1,92
Antal aktier vid årets slut, m	10,4	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,4	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3

Källa: Physitrack, EPB

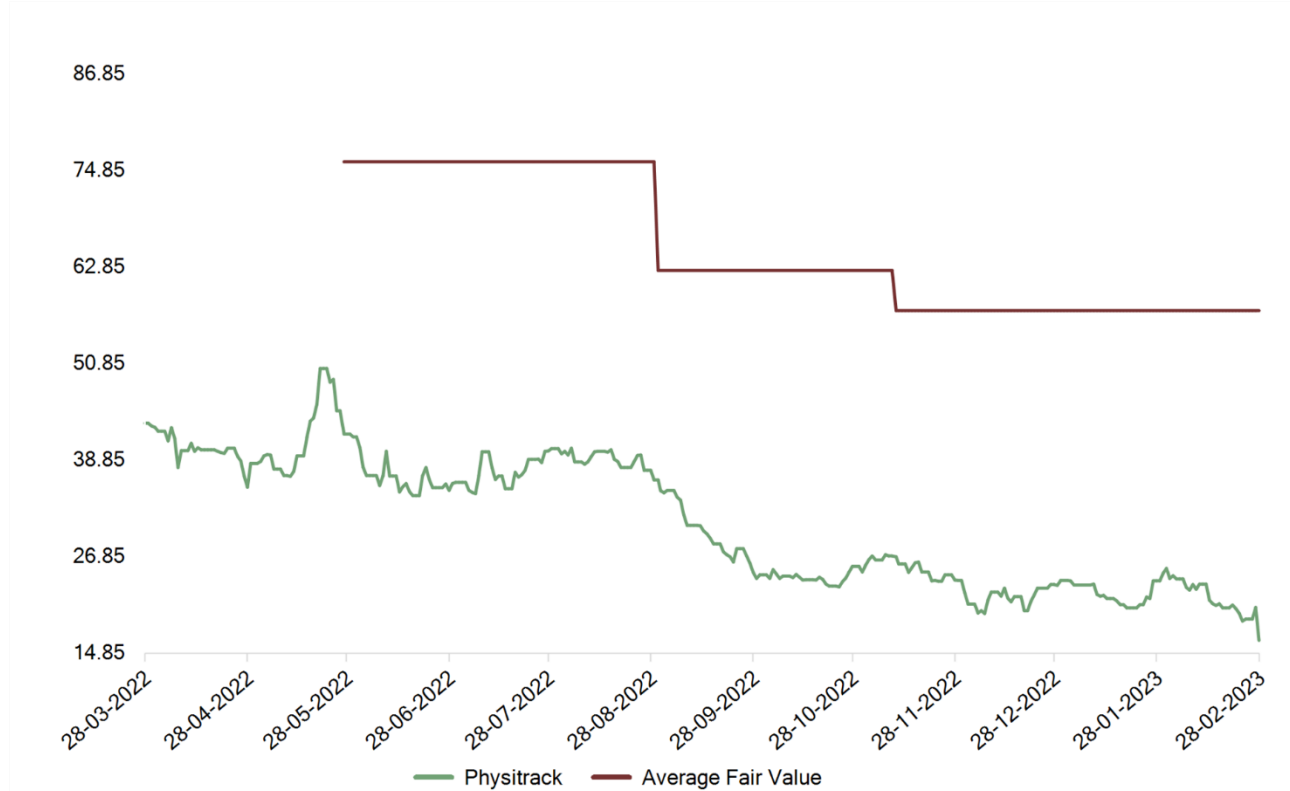
## Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	100,6x	Neg.	17,4x	8,9x	5,2x
P/EK	Neg.	3,9x	1,6x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	Neg.	214,6x	Neg.	Neg.	1 073,5x	19,5x
FCF-yield	Neg.	0%	Neg.	Neg.	0%	5%
Direktavkastning	Neg.	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	Neg.	10,0x	2,8x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	29,2x	10,2x	4,7x	3,6x	2,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	62,9x	34,9x	11,8x	6,4x	3,8x
EV	Neg.	78	35	24	24	24
Aktiekurs	-	5,7	2,2	1,5	1,5	1,5

Källa: Physitrack, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Physitrack (PTRK SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)