ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 18 November 2021

Physitrack

Digital sjukgymnastik

SaaS-bolag med hög andel återkommande intäkter

Physitrack är en global digital hälso- och sjukvårdsleverantör fokuserad på B2B-marknaden för fysioterapi. Bolaget har två affärsområden, en SaaS-baserad programvaruplattform samt virtuell vård och prevention som drivs av interna fysioterapeuter. Mjukvaruförsäljningen ger återkommande intäkter om 85-90% av totalen och den största kunden står för ca. 3% av total omsättning.

Goda tillväxtmöjligheter

Den digitala marknaden för hälsovård växer snabbt och covid-19 ökade takten i denna utveckling. Ett växande vårdbehov förväntas 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.

God potential

Vi ser ett motiverat värde om 83-85 kr per aktie (exklusive förvärv). Bolaget är, till skillnad mot konkurrenter, redan lönsamt och har en hög andel återkommande intäkter samt en diversifierad kundbas, men givet bolagets korta historik och storlek bedömer vi risken som medel.

Estimatändring (EUR)

	Nu	Förr	
EPS, just 21e	0.06	0.06	0.0%
EPS, just 22e	0.13	0.13	0.0%
EPS, just 23e	0.18	0.18	0.0%

Kommande händelser

Bokslutskommuniké 2021	2022-01-26

Bolagsfakta (EURm)

Antal aktier	16m
Börsvärde	83
Nettoskuld	(16)
EV	67
Free float	54%
Daglig handelsvolym, snitt	27(k)

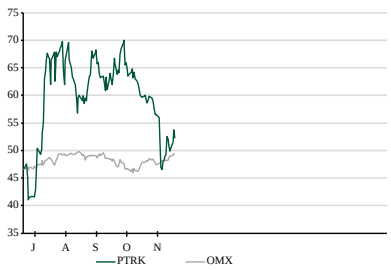
Prognos (EUR)

	20	21e	22e	23e
Sales, mkr	3	8	11	14
Sales Growth	154%	146%	46%	26%
EBITDA, mkr	1.6	2.5	3.9	5.4
EBIT, mkr	1	1	2	4
EPS, justerad	0.1	0.1	0.1	0.2
EPS tillväxt	nm	(13)%	111%	40%
EK/aktie	0.3	1.4	1.5	1.7
Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT-marginal	22.9%	14.5%	21.9%	27.6%
ROE	22.7%	6.8%	8.6%	11.1%
ROCE	14.9%	5.4%	7.6%	12.0%
EV/Sales	22.1x	9.0x	6.2x	4.9x
EV/EBITDA	41.3x	26.9x	17.3x	12.4x
EV/EBIT	96.4x	62.0x	28.1x	17.6x
P/E, justerad	74.2x	85.8x	40.6x	29.0x
P/EK	15.8x	3.6x	3.4x	3.1x
Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	3.9%	2.8%	4.2%	5.4%
Nettosk./EBITDA	0.3g	(5.6)g	(3.5)g	(2.7)g

Värde och risk

Motiverat värde	**83.0 - 85.0**
Aktiekurs	€5.1
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

igor.tubic@penser.se

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 18 November 2021

Sammanfattning

Digital sjukgymnastik

Investment Case

Physitrack tillhandahåller en global SaaS-baserad teknisk plattform för virtuell vård och patienthantering på distans inriktad mot fysioterapi (sjukgymnastik). 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.

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.

God lönsamhet trots sin korta historia

Affären är byggd på SaaS-abonnemang och Physitrack har redan hög lönsamhet trots att bolaget är relativt nystartat. Abonnemangsmodellen innebär en hög förutsägbarhet i resultatet. Återkommande intäkter är över 85% och kundbasen är stabil med en churn rate under 2%. Bolaget har dessutom på senare tid breddat sin portfölj genom att erbjuda virtuell fysioterapi och preventiv friskvård (Virtual Care).

Starka kassaflöden möjliggör ökad tillväxt genom förvärv

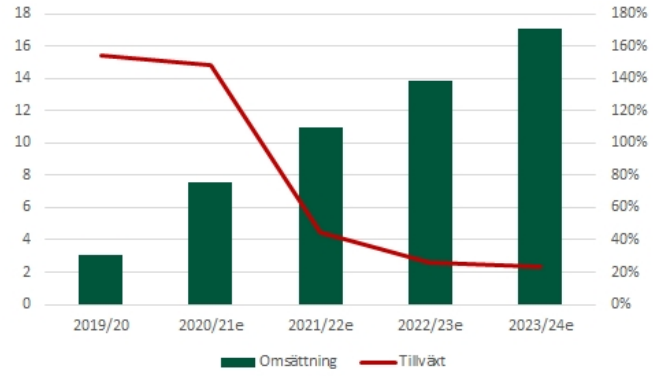
Verksamheten är kapitallätt och genererar starka kassaflöden. I kombination med en stark finansiell position har bolaget möjlighet att göra ytterligare förvärv vilket kan ske utan nyemission av aktier.

Motiverat värde

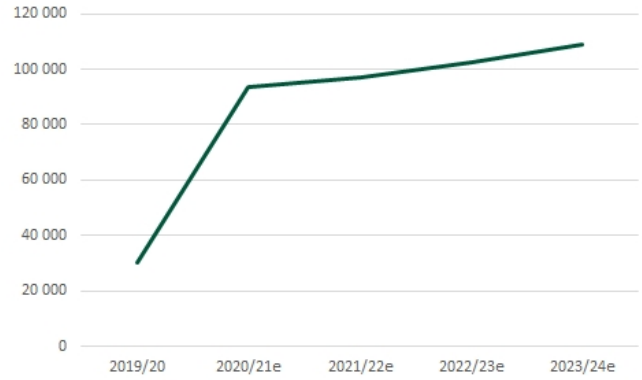
Vi ser ett motiverat värde per aktie på 83-85 kr, där värderingen utgår ifrån en relativvärdering med stöd av en kassaflödesvärdering. Risknivån bedöms som medel, vilket trots sin höga andel återkommande intäkter som bidrar till starka och stabila kassaflöden, låga churn samt starka balansräkning, motiveras av dess korta historik på börsen och storlek. Vi ser ytterligare potential om bolaget genomför värdeskapande förvärv, vilket inte är inräknat i vår kalkyl.

Physitrack i grafer

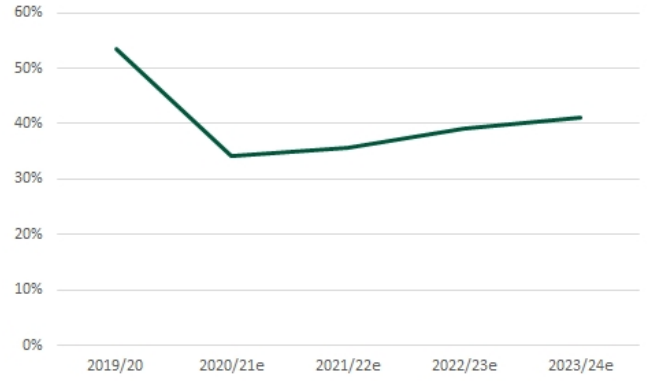
Omsättning och tillväxt 2019/20–2023/24e (EURm)



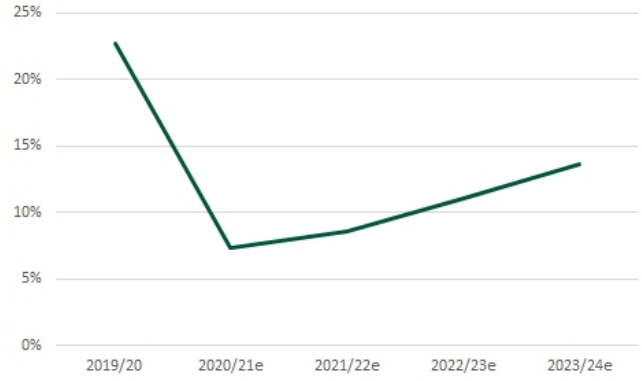
Antal användare 2019/20–2023/24e



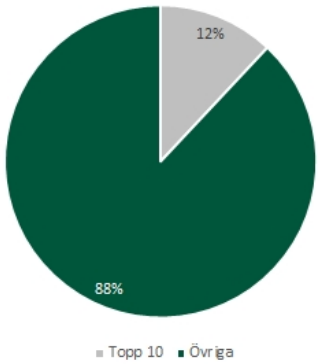
Just. EBITDA-marginal 2019/20–2023/24e



Just. ROE 2019/20–2023/24e



Kundkoncentration



Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Henrik Molin (CEO)	23,1%	23,1%
Nathan Skwortsow (CTO)	23,1%	23,1%
Consensus Asset Management	16,8%	16,8%
Dankea Ou	7,1%	7,1%
Övriga	29,9%	29,9%

Ordförande	Elaine Sullivan
Verkställande direktör	Henrik Molin
Finansdirektör	Charlotte Goodwin
Investerarkontakt	Kristian Stålberg
Hemsida	https://www.physitrackgroup.com/

Marknadsanalys

Tillväxten i digital vård

Det finns flera anledningar till att digital vård växer snabbt.

- **Patienter blir mer vana vid digitala lösningar.** Modern telehälsa är en jämförelsevis ny teknik och användningen ökar i takt med att fler blir medvetna om dess existens. Physitrack tror att telehälsa kommer att följa samma anpassningskurva som banksektorn. Personer som redan är bekanta med effektiv teknik var de första som anammade appar för mobila banktjänster och allt eftersom fler människor lärde sig om fördelarna följde den stora användningen därefter. I takt med att antalet patienter som använder telehälsa ökar så väntas digitala lösningar börja användas av alla vårdgivare.

- **Ger ett bättre resultat jämfört med fysiska möten**. Enligt Physitrack förbättrar telehälsa kommunikationen mellan vårdgivare och patienter och ökar tillgången på vård. Formatet banar väg för kortare behandlingar med högre frekvens, ur en både praktisk och ekonomisk synvinkel. En snabbare behandling som kan göras mer ofta säkerställer att patientens tillstånd utvecklas enligt plan och en försämring av patienten kan identifieras tidigt. Telehälsa gör det också enklare för patienten att sköta egenvård och ger ett bredare utbud av behandlingsalternativ för personer som bor i avlägsna områden.

- **Vårdgivare kan bättre utnyttja sin personal.** Genom ett minskat behov av fasta tider som förekommer i samband med fysisk vård kan vårdgivare öka beläggningen per fysioterapeut. Physitracks virtuella erbjudande begränsar också behovet av förberedelser mellan patienter och terapeuter eftersom all relevant patientinformation finns tillgänglig via plattformen. Genom att behandla patienter snabbare kan mer tid läggas på vård och mindre på administration.

Telerehabilitering

Physitracks verksamhet är inriktad mot den del av telehälsomarknaden som kallas för telerehabilitering, eller digital fysioterapi.

Telerehabiliteringsmarknaden uppskattas till USD 3mdr och förväntas växa med omkring 13,5 procent per år fram till 2027. Observera att dessa uppskattningar gjordes före covid-19 och Physitrack anser att den faktiska marknadsstorleken och den förväntade tillväxten är högre.

Telerehabilitering är en del av den större marknaden Telehälsa, vilken 2019 uppskattades vara värd USD 116mdr och väntas växa med omkring 28 procent årligen fram till 2027[1].
Telerehabiliteringsmarknaden består generellt av två olika typer av företag: renodlade teknikleverantörer och vårdgivare som erbjuder vård i en virtuell miljö.

Physitrack är fortfarande till största delen en teknikleverantör genom sitt SaaS-erbjudande. Inom den digitala abonnemangsmarknaden för rehabilitering finns idag cirka 1,9 miljoner fysioterapeuter i världen (World Physiotherapy) men med antagandet att den digitala modellen enbart adresserar utvecklade länder kommer antalet ner till 1–1,5 miljoner terapeuter.

Physitrack uppskattar den adresserbara marknaden för SaaS-erbjudandet till cirka 1 miljon potentiella användare. Med 95 000 användare per november 2021 är marknadspenetrationen idag kring 8–9% för Physitrack.

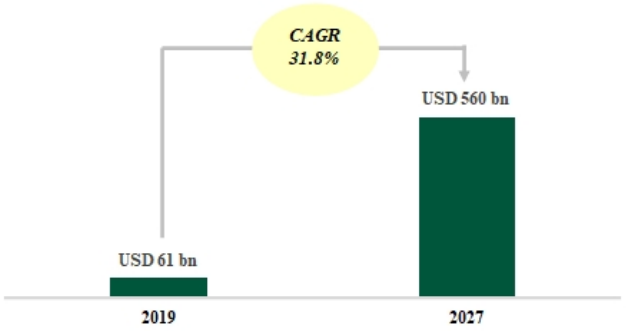
Den underliggande globala marknaden för telehälsa

Den breda marknaden Telehälsa används av vårdgivare för att öka värdet på sjukvården. Telehälsa kan spara tid och pengar för patienterna, minska patienttransporter, sjukhusbesök och möjliggöra besparingar för den betalande parten (t.ex. försäkringsbolag)[2].

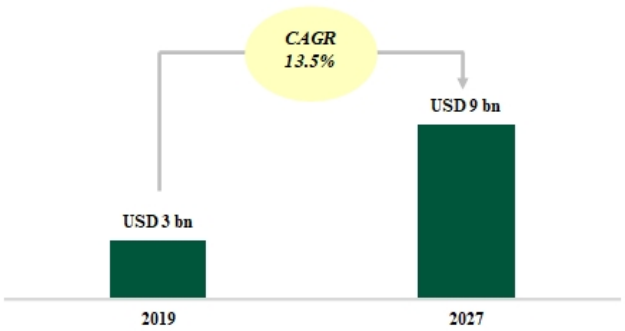
Definitionen av Telehälsa är användning av elektronisk informations- och telekommunikationsteknik för att stödja klinisk hälsovård på distans, hälsorelaterad utbildning, folkhälsa och hälsovårdsadministration.

Tekniken omfattar videokonferenser, bildvisning, direktuppspelning samt dialog mellan vårdgivare och patient[3]. Framväxten av modern telehälsa har till stor del möjliggjorts av tekniska framsteg som har ökat telehälsans effektivitet. Mer sofistikerad teknik minskar skillnaden mellan fysisk vård och vård som levereras på distans.

Global adresserbar marknad och tillväxt – Telehealth (4)



Global adresserbar marknad storlek och tillväxt – Telerehabilitering (5)



Trender inom telehälsa

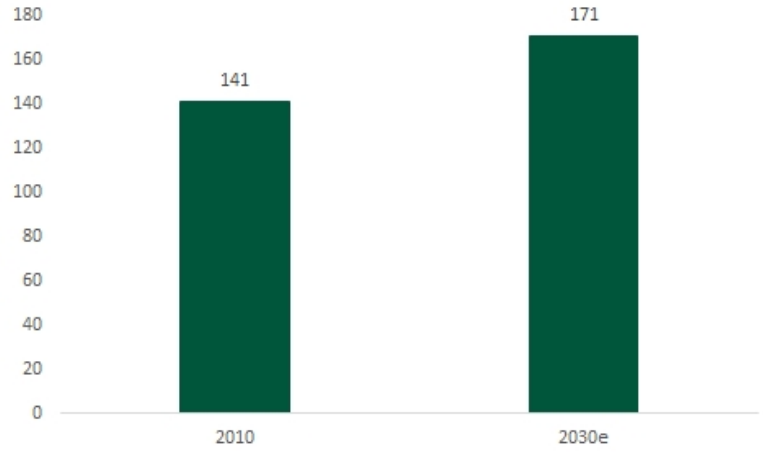
Den starka tillväxten för telehälsa förklaras bland annat av följande marknadsfaktorer:

Åldrande global befolkning och ökad förekomst av kroniska sjukdomar

Åldrandet innebär alltmer skador och minskad rörlighet. FN uppskattar att antalet människor över 65 år dubblas mellan 2019 och 2050. Eftersom åldersgruppen över 65 år kostar mer än dubbelt så mycket som grupperna under 55 år så kommer det automatiskt att uppstå en press på att minska sjukvårdskostnader, vilket gynnar digitala lösningar. (US Department of Health & Human).

Antalet personer med ett tillstånd som skulle gynnas av rehabilitering ökade med 63 procent från 1990 till 2019. Den vanligaste typen av åkomma som skulle förbättras med hjälp av rehabilitering är smärta i nedre delen av ryggen[6].

Antalet amerikaner med ett eller flera kroniska sjukdomstillstånd (m)



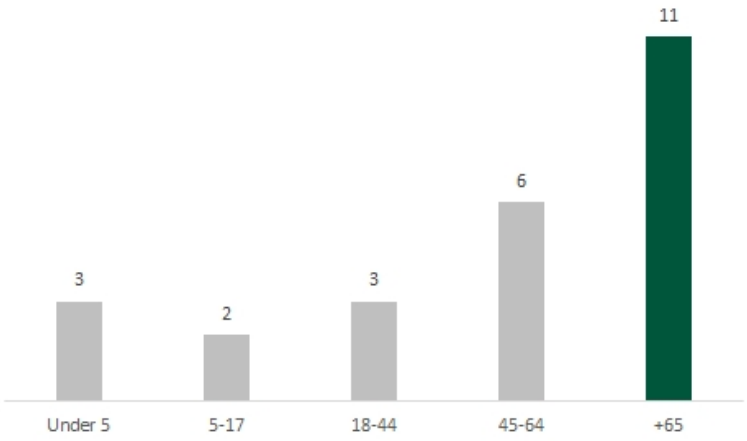
Källa: RAND Corporation

Patienter som lider av kroniska sjukdomstillstånd behöver i genomsnitt dubbelt så mycket vård som en frisk person. En nyligen genomförd studie visade att 87 procent av amerikanska medborgare över 65 år har minst ett kroniskt sjukdomstillstånd och 52 procent av samma grupp har en positiv inställning till att använda telehälsa[7].

Sjukvårdskostnaden för denna folkgrupp är betydligt högre jämfört med andra åldersgrupper med en genomsnittlig kostnad på över USD 11 000 per person och år[8].

Studier visar att virtuell hälsovård ökar värdet av hälsovården för kroniska patienter genom bättre ersättningsmodeller[9].

Genomsnittlig sjukvårdskostnad per patient och år för olika åldersgrupper (USDk)



Källa: McKinsey & Company

Den ökande andelen kroniska sjukdomstillstånd utgör en börda för hälso- och sjukvården och stod för 91 procent av alla utskrivna recept, 81 procent av inläggningar på sjukhus och 76 procent av läkarbesöken i USA.

Dessutom är kroniska sjukdomstillstånd viktiga orsaker till produktivitetsförluster, där muskelskleros är den enskilt största orsaken till förlorade arbetsdagar i USA. På grund av det växande antalet kroniska tillstånd över hela landet förväntas produktivitetsförlusterna öka från USD 1,1 biljoner 2010 till USD 3,4 biljoner 2030 i USA[10].

Covid-19 och den accelererande digitaliseringen

Covid-19 har kraftigt påskyndat implementeringen av telehälsa. En studie som genomfördes på fyra av de största telehälsotjänsterna i USA rapporterade en ökning om 154 procent av telehälsobesök under 2020 jämfört med samma period 2019[11].

Enligt U.S. Department of Veteran Affairs har läkarbesök online ökat från 10 000 besök per vecka mellan februari och maj 2019 (före pandemin) till 120 000 besök per vecka under samma period 2020[12].

Covid har inneburit att marknaden för digital hälsa ökat snabbt vilket medfört ökade krav från stater världen över på försäkringsbolag att ge ersättningar även för digitala konsultationer. WHO rekommenderar exempelvis telehälsa i sin policy.

Minskade sjukvårdskostnader och förbättrad tillgång till vård

Flera studier har genomförts rörande kostnadsbesparingar genom införande av telehälsa.

År 2015 uppskattade American Congress of Rehabilitation Medicine besparingar på cirka USD 655 per person vid telerehabilitering jämfört med fysisk vård.

En senare studie med hjälp av Virtual Exercise Rehabilitation Assistant (VERA), ett molnbaserat virtuellt telehälsosystem, jämförde ett urval av patienter som får virtuell vård mot ett lika stort urval patienter som får traditionell vård. Resultatet visade att gruppen som fick virtuell vård gjorde besparingar på i genomsnitt USD 2 700 jämfört med gruppen som fick traditionell vård[13].

Ytterligare en studie från 2019, av Fox Consulting Group, visade en kostnadsbesparing på minst USD 1 000 per patient för virtuell fysioterapi jämfört med traditionell behandling[14].

Den senare studiens beräkning stämmer med Physitracks egna uppskattningar av kostnadsbesparingar. Medräknat både direkta och indirekta kostnader uppskattar Physitrack att telerehabilitering kan spara uppemot två tredjedelar av kostnaden för en traditionell behandling.

Ökad efterfrågan på fysioterapeuter men begränsad tillgång

En annan drivkraft som påverkar tillväxten av telerehabilitering är bristen på fysioterapeuter och fysioterapi. Eftersom behovet av rehabilitering ökar snabbare än antalet sjukgymnaster kommer digital hjälp att bli alltmer nödvändigt då det sparar tid.

McKinsey uppskattar att olika behandlingar som kan skötas genom Telehealth kommer att mer än tredubblas inom områden som remote uppföljning, triage, optimering av behandling och patientengagemang.

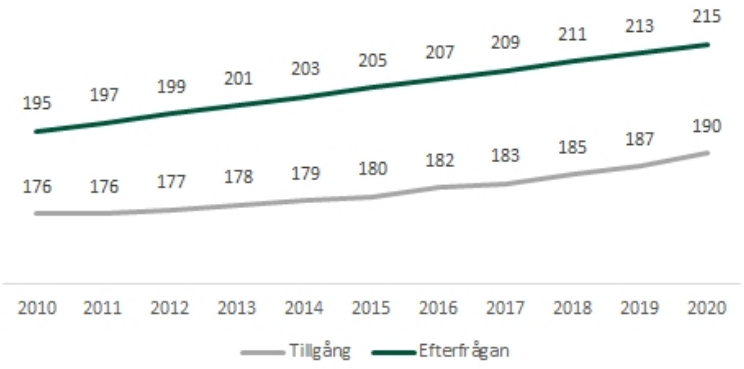
I USA finns det i genomsnitt 76 öppenvårdsfysioterapeuter per 100 000 individer, det vill säga ungefär 1 300 personer per fysioterapeut. Givet detta och att en typisk behandling består av två behandlingstillfällen per vecka, innebär det att varje fysioterapeut behöver genomföra 2 640 besök av patienter per år för att möta efterfrågan.

Med en genomsnittlig längd på en fysisk behandling om 45 minuter avsätter en fysioterapeut 1 980 timmar av 2 080 timmar (normalt antal arbetade timmar per år) per år till enbart klinisk vård, vilket ger mycket lite tid för administrativa åtaganden (exempelvis resor, fakturering, hantering av kliniken etc.).

Virtuell fysioterapi minskar längden på behandlingstillfällena genom exempelvis kortare och mer utbildningsfokuserade uppföljningar samtidigt som mindre tid behöver läggas på administration[15].

Bilden nedan illustrerar tillgång och efterfrågan med avseende på öppenvårdsfysioterapeuter i USA.

Tillgång och efterfrågan öppenvårdsfysioterapeuter i USA



Källa: Fox Consulting Group

Ökad betalningsvilja

En annan drivkraft för telerehabilitering är att arbetsgivare blir alltmer villiga att investera i program för välbefinnande och förebyggande vård. En studie från 2019 visade att 80 procent av arbetsgivarna avser öka sina anställdas hälso- och friskvårdsbudgetar. Motsvarande siffra från 2009 var 33 procent[16].

Virtuella vårdgivningstjänster som erbjuds av tredje part har fördelen att kunna skalas beroende på verksamhetens behov. Detta gäller inte i samma utsträckning för lösningar med anställda fysioterapeuter och Physitrack bedömer att denna flexibilitet är en viktig aspekt för arbetsgivare som vill erbjuda anställda fysioterapi.

Förebyggande vård har visat sig ge påtagliga kostnadsminskningar jämfört med behandling av en patient som redan lider av en sjukdom. Exempelvis kostar behandling av fallskador 1,8 gånger mer än implementering av ett fallförebyggande program[17].

Ur arbetsgivares perspektiv kan således implementering av program för medarbetares välbefinnande bidra till att minska kostnaderna för frånvaro och sjuklön. Detta förutom att friskvården bör kunna skapa större motivation och högre effektivitet.

Konkurrenter

Telehälsa är en fragmenterad och konkurrensutsatt marknad. Några större globala leverantörer dominerar, men många mindre bolag är aktiva i nischsegment. Med en accelererande marknadstillväxt som drivits av covid-19 är antalet nystartade bolag stort.

De större telehälsoleverantörerna fokuserar mer på strategiska partnerskap och M&A för att försvara sina positioner och öka sina marknadsandelar.

Physitracks konkurrenter omfattar främst bolag baserade i USA. Jintronix är den enda konkurrenten som erbjuder både en SaaS-lösning och virtuell vård. Kaia Health, Reflexion Health, Recovery One och Hinge Health erbjuder alla lösningar för virtuell vård på distans medan MedBridge enbart erbjuder en SaaS-lösning.

MedBridge

MedBridge, som är Physitracks närmaste konkurrent inom SaaS, grundades 2011 i Seattle, Washington. Kundbasen är 200 000 utövare inom vårdyrket och 2 000 sjukvårdsorganisationer.

Kaia Health

Kaia Health grundades 2015 och är ett tyskt digitalt fysioterapibolag med huvudkontor i München. Bolaget utvecklar en mobilapp med övningar och erbjuder digital fysioterapi på distans för att lindra ryggsmärta. Kaia Health använder innovativ teknik som artificiell intelligens och datorseende, och arbetar med experter inom sjukvården.

Reflexion Health

Reflexion Health grundades 2012 och är ett amerikanskt företag med huvudkontor i San Diego, Kalifornien. Reflexion Health erbjuder en programvara för receptgivning för sjukvårdspersonal och deras patienter. Bolaget har introducerat VERA, en FDA-godkänd plattform som kombinerar avatarcoachning, tredimensionell klinisk övervakning på distans och telemedicinbesök med en legitimerad fysioterapeut.

RecoveryOne

RecoveryOne grundades 2013 och är ett amerikanskt företag med huvudkontor i Walnut Creek, Kalifornien. RecoveryOne arbetar tillsammans med sjukvårdsorganisationer med virtuell fysioterapi genom att tillhandahålla anpassade program som kombinerar digital behandling med direkt coachning. Sedan lanseringen har RecoveryOne spelat in över en miljon övningspass.

Jintronix

Jintronix grundades 2011 och är ett kanadensiskt företag med huvudkontor i Montréal, Quebec. Jintronix verkar inom fysisk rehabilitering och äldres välbefinnande genom teknik med registrering av rörelser. Bolaget skapar övningar som förbättrar rehabilitering från stroke och bristande motorisk förmåga.

Hinge Health

Hinge Health är en digital klinik med fokus på ryggont och ledproblem. Företaget riktar sig till arbetsgivare och erbjuder digitala hälsoplaner som syftar till att behandla muskuloskeletala besvär och preventiv behandling. Erbjudandet kombinerar digital träningsterapi med interaktioner med fysioterapeuter, hälsocoacher och patientutbildning.

Bolag	MedBridge	Kaia Health	Reflexion Health	RecoveryOne	Jintronix	Hinge Health
Geografisk täckning	USA	Tyskland	USA	USA	USA/Kanada	USA
Likheter med Physitrack	SaaS	Physitrack 360	Physitrack 360	Physitrack 360	P360/SaaS	SaaS/P360
Grundat	2011	2015	2012	2013	2011	2015

Det ökade antalet leverantörer i USA är ett resultat av höga sjukvårdsutgifter och ökade självrisker i sjukförsäkringar, vilket attraherar mer kostnadseffektiva virtuella vårdformer framför traditionell sjukvård.

Eftersom marknaden fortfarande är i en tidig fas bidrar nya aktörer till en ökad medvetenhet och användande av denna typ av tjänster.

Samtidigt medför mängden bolag inom digital rehabilitering en konkurrensrisk för Physitrack. Dessutom finns en risk att de större bolagen inom telehälsa, Teladoc och Amwell, utvidgar sitt erbjudande till att även omfatta fysioterapi och program för kroniska sjukdomar.

Även aktörer som tillhandahåller verktyg för digitala möten som Zoom, Microsoft Teams och Skype kan börja erbjuda mer specialiserade tjänster för digitala vårdkonsultationer.

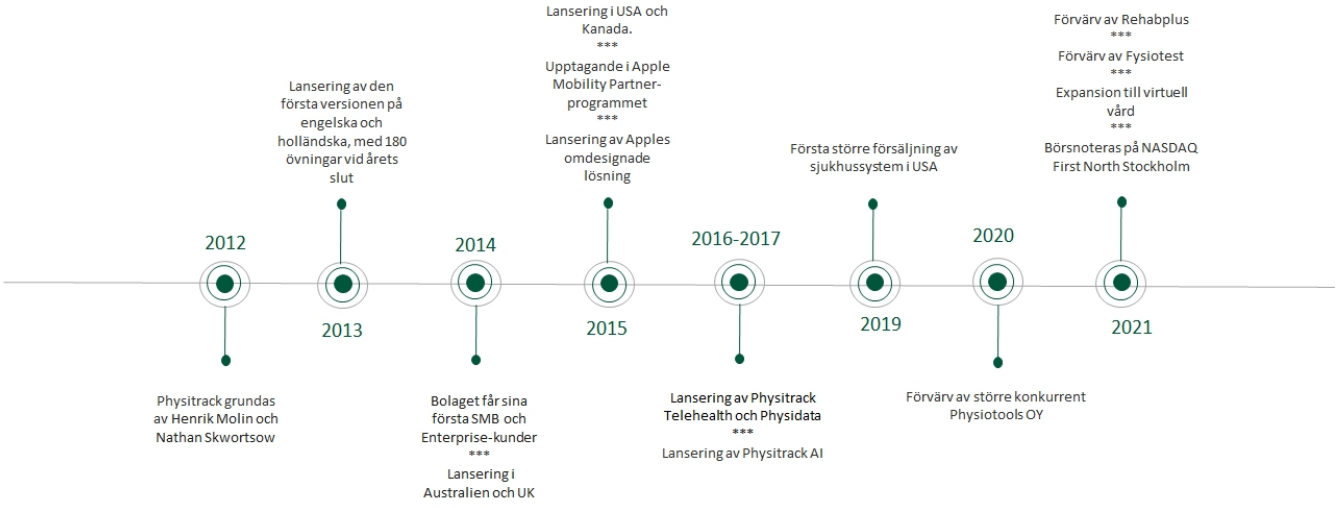
Vad gäller konkurrens från större aktörer är dock marknaden för fysioterapi förhållandevis liten jämfört med hela telehälsomarknaden. Det är därför tveksamt om någon större aktör skulle vara villig att lägga ner de investeringar som behövs för att slå sig in på den marknaden, och Physitrack har en fördel av att redan ha gjort investeringarna för att skapa en plattform i marknaden.

Beskrivning av Physitrack

Historik

Physitrack grundades 2012 och var initialt en SaaS-baserad programvaruplattform skräddarsydd för fysioterapi omfattande kliniska hemövningar, rehabilitering på recept, resultatanalys, triagering och telehälsa. Från början av 2021 erbjuder bolaget även virtuell vård som drivs av bolagets teknikplattform och utförs av interna fysioterapeuter baserade i Storbritannien. Nedan följer bolagets historiska utveckling samt väsentliga händelser:

- Bolaget grundades 2012 av Henrik Molin (VD) och Nathan Skwortsow (CTO) och är baserat i London, Storbritannien.
- 2014 får bolaget sina första SMB- och Enterprise-kunder.
- 2016–2017 lanseras Physitrack Telehealth och Physidata samt Physitrack AI.
- I slutet av 2020 gjorde Physitrack sitt första förvärv i form av Physiotools, ett finskt bolag med samma inriktning som Physitrack men med en större kundbas.
- I början av 2021 förvärvades Rehabplus i UK, vilket innebar att Physitrack breddade sitt verksamhetsområde till Virtual Care, med egna fysioterapeuter. Virtual Care-verksamheten breddades ytterligare under hösten genom förvärv av bolaget Fysiotest.
- 2021 börsnoteras Physitrack på Nasdaq First North Stockholm



Bolagsbeskrivning

Physitrack tillhandahåller en global SaaS-baserad teknisk plattform för virtuell vård och patienthantering på distans, inriktad mot fysioterapi (sjukgymnastik). Huvudkontoret ligger i London men av bolagets 43 anställda arbetar väldigt få på kontor överhuvudtaget. Appdesignen sker i Holland av Nathan Skwortsow, som även är grundare av bolaget tillsammans med Henrik Molin. Vidare görs apputveckling i Polen och kontraktshantering i Indien samtidigt som försäljningsorganisationen är global.

Plattformen erbjuder olika träningsrecept, utbildningsinnehåll och uppföljningsanalyser, där patienten kommer åt plattformen via en app eller dator. Physitrack blir en förlängd arm som hjälper patienter att sköta sin egen fysioterapi i hemmet.

Kunderna består primärt av kliniker, sjukhus och försäkringsbolag.

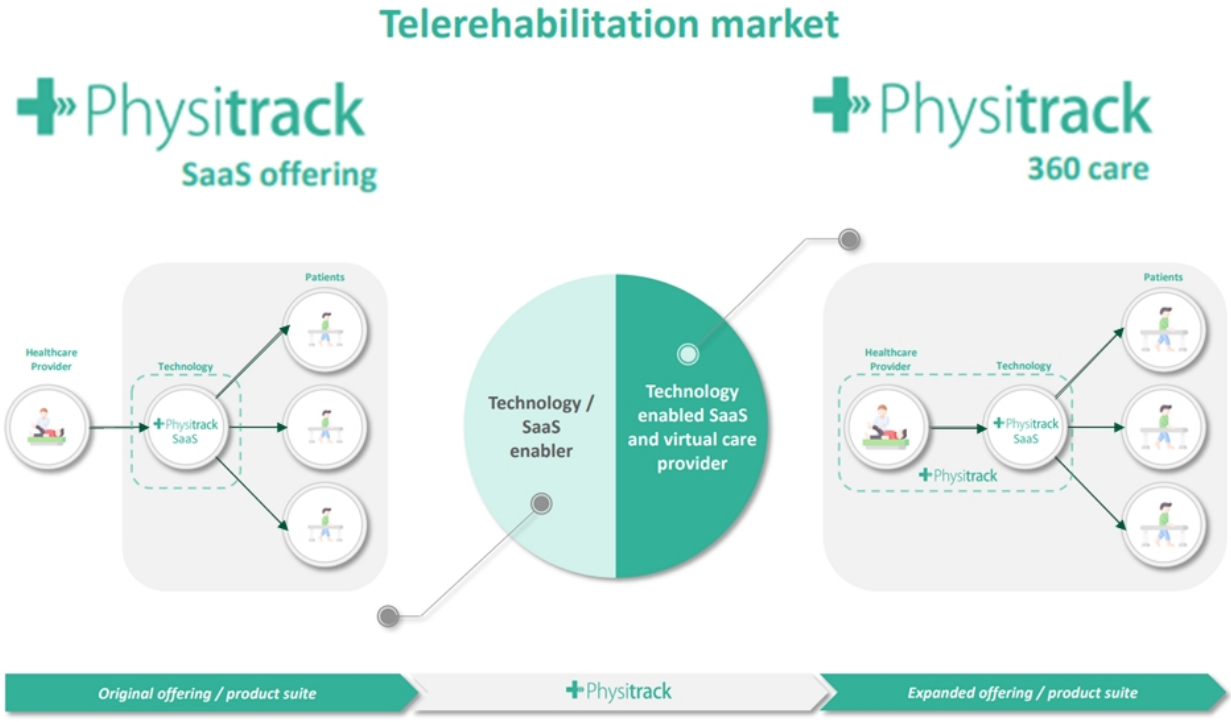
Physitracks plattform reducerar behandlingskostnaderna och ökar spenderad tid per patient, vilket sammantaget innebär mer effektiv vård och förbättrat resultat för patienten.

Nästan alla anställda arbetar på konsultbasis (heltid) och på distans, vilket är i linje med bolagets målsättning om att vara ett virtuellt bolag.

I Q3 2021 hade Physitrack över 90 000 betalande användare av plattformen. Verksamheten är främst fokuserad på 10 olika nyckelmarknader, men har slutanvändare i mer än 180 länder.

Physitrack består av två affärsområden, SaaS-abonnemang och Virtual Care

Merparten av intäkterna i Physitrack är abonnemangsintäkter, vilket innebär att andelen återkommande intäkter är cirka 90%. SaaS-abonnemangen är kärnaffären i Physitrack men i början av 2021 startades ett nytt affärsområde i form av Virtual Care.



Physitracks SaaS-abonnemang

Det största affärsområdet utgörs av en SaaS-baserad programvaruplattform som är utformad för att kunna sköta fysioterapi på distans genom kliniska övningar i hemmet, rehabilitering på recept, resultatanalys samt telehälsa.

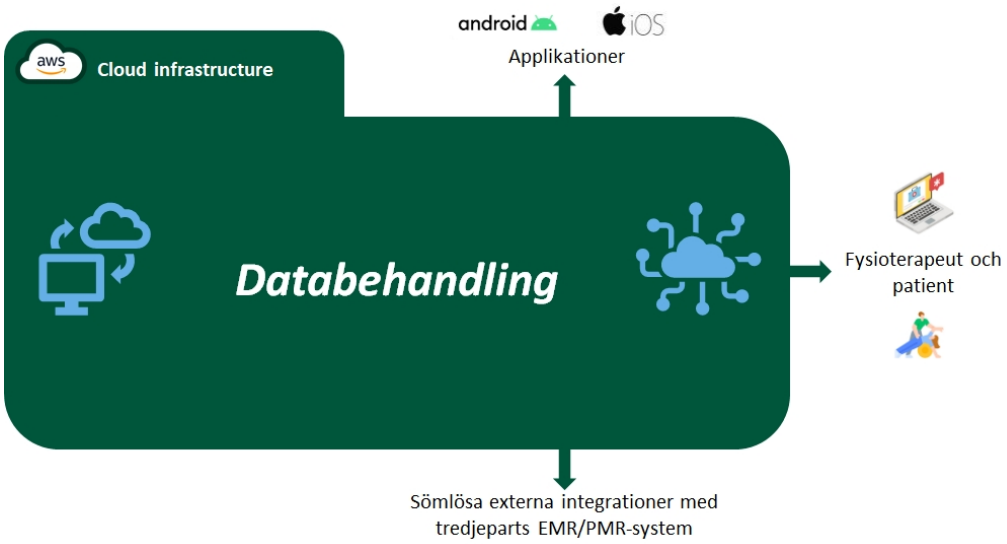
SaaS-affären är inriktad mot den rent digitala marknaden för fysioterapi och plattformen är översatt till 15 språk och har för närvarande patientanvändare i 187 länder.

SaaS-plattformen är grunden i Physitracks bolagsbygge och står idag för 85-90% av intäkterna.

Kunderna är vårdgivare som betalar en abonnemangsavgift för att få tillgång till Physitracks plattform. Eftersom tillgången på fysioterapeuter är begränsad och efterfrågan av behandling stor, ser kunderna plattformen som ett sätt att utöka eller effektivisera sin egen verksamhet. När det gäller t.ex. rehabilitering efter en operation är träningsprogrammen relativt standardiserade, vilket gör dem lämpliga att sköta digitalt eftersom instruktioner via ett fysiskt möte sällan behövs.

Grunden för abonnemangen är en app genom vilken kunderna får tillgång till övningar, instruktionsvideos och recept samt kan kommunicera med Physitrack genom meddelandetjänster. Physitrack blev genom sin app det första bolaget som introducerade innovationer inom telehälsa för rehabilitering och erhöll 2018 innovationspriset i UK.

Sedan 2015 är Physitrack en del av Apple Mobility Partner Program vilket innebär att Apples egna medarbetare var med och designade Physitracks lösningar med särkilt fokus på användarupplevelsen i iOS, och med bibehållna design-riktlinjer för Android och Web.



Plattformen digitaliserar allt som patienten behöver och är integrerad med EMR-system (Electronic Medical Record) samt patientjournalsystem, där plattformen i nuläget har 30 EMR-system integrerade. Säkerheten i kopplingen med andra system måste vara hög eftersom datan som behandlas i systemen är känslig och hanterar personlig information om patienter.

Mjukvaran är molnbaserad och optimerad för AWS (Amazon Web Service), viket gör att lagringskapacitet i molnet i princip är obegränsad och kostnadseffektiv.

Appen kan skräddarsys efter kundens önskemål oavsett vilken teknik kunden använder, vilket enligt vår bedömning ger Physitrack en konkurrensfördel. Vissa kunder vill kunna använda Physitracks teknik i sin egen app, och även kunna marknadsföra appen som sin egen. Denna kundanpassning är något som konkurrenter inte gör. För Physitrack är kostnaden för anpassningen inte särskilt stor men skapar ett stort kundvärde.

Anpassningarna möjliggörs genom att Physitrack har ett system med en API, Application Programming Interface, vilken innebär att systemet kan öppnas upp och användas av kunden på det sätt kunden vill. Detta är viktigt eftersom kunden ofta har sina egna mjukvarulösningar och hela idén med Physitracks tekniska plattform är att systemet skall vara lätt att använda.

En kund, exempelvis en klinik, där ett antal fysioterapeuter arbetar, kan sköta hela sin arbetskedja på plattformen, från initialkontakt och vidare till resultatanalys av vad behandlingen gett för patienten. Ett abonnemang ger tillgång till följande:

- Onboarding and triage – process för att sortera patienter efter behov
- Användning av biblioteket (finns på 15 språk)
- Resultatanalys av patienten genom ett analysverktyg
- Digital rehabilitering

Biblioteket innehåller 15 000 olika instruktionsvideor med berättarröst, linjeteckningar och bilder. Kunden kan välja att enbart betala för att ha tillgång till biblioteket men har då, till skillnad mot abonnemangstjänsten, ingen interaktion med en fysioterapeut.

Inspelningar av videos som läggs in i biblioteket görs i en studio i London där alla övningar har gjorts i samarbete med kliniska experter. Kunderna kan även lägga till egna videor och eget material på plattformen, så kallad ”crowdsourcing”. Detta gör att biblioteket är under konstant utveckling.

Förutom storleken på biblioteket finns andra faktorer som innebär att plattformen är en av de ledande inom digital fysioterapi. Plattformen har:

- Lång user experience, hög funktionalitet och ett lågt pris jämfört med konkurrenter
- Komplett erbjudande; användare vill använda en plattform för allt

- Integration med över 30 ERM-system
- Finns i hela världen

Enkelheten i att använda appen och att den ger en komplett service är faktorer som underlättar för Physitrack att etablera sig på nya marknader.

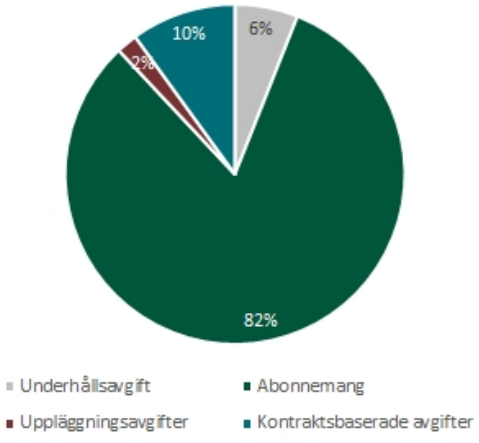
Skalbarheten i SaaS-abonnemangen har dock en begränsning vad gäller lönsamheten i förhållande till användningen av produkten. En kund kan exempelvis vara en klinik med ett antal fysioterapeuter anställda. Kliniken tecknar ett abonnemang hos Physitrack och får då tillgång till alla tjänster som inkluderas i abonnemanget, men därefter kan alla fysioterapeuter på kliniken använda abonnemanget obegränsat. Physitrack får således i SaaS-modellen betalt per kundrelation och hur mycket funktionalitet kunden vill få in i appen de köper, men får inte betalt per användning av appen. En klinik kan sålunda betala ett abonnemang och sedan använda den 10 gånger mer än en annan klinik som betalar lika mycket för samma abonnemang.

Detta kan ses som en svaghet i intäktsmodellen, men är samtidigt svårt att göra någonting åt. I annat fall skulle Physitrack behöva en teknisk lösning som mäter hur mycket abonnemangen används, och någon sådan teknik finns inte tillgänglig idag.

Priset på abonnemanget varierar mellan USD 6,99–12,99 per användare och månad. Prisintervallet för licensen varierar beroende på faktorer som geografi, prisrabatter för särskilda partners samt storleken på det totala användarunderlaget hos kunden.

Prissättningen innebär att i princip alla intäkter från SaaS-plattformen är återkommande då enbart 2% av intäkterna kommer från uppläggningsavgifter.

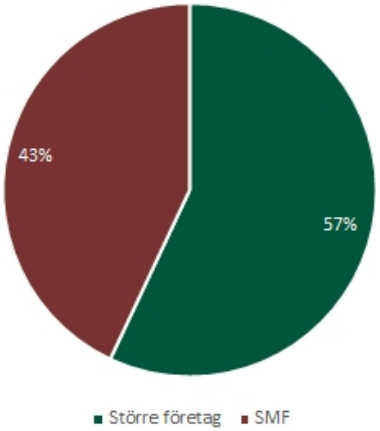
Fördelning av intäkter (PF 2019/20)



Kunder och säljkanal

Physitrack delar upp kundbasen i två områden, större företag samt små och medelstora företag (SMF).

Kundbas



Större företag består framförallt av större hälsoorganisationer. Exempel på dessa är Nuffield Health, största privata vårdgivaren för rehabilitering i UK, Airrosti, ett Texasbaserat bolag inom rehabilitering samt Connect Health, rehabilitering inom ramen för UK:s sjukförsäkringsystem.

Även om dessa tre kunder är stora organisationer står de sammanlagt för mindre än 5% av Physitracks totala intäkter, vilket visar hur spridd kundbasen är över ett stort antal kunder.

Små och medelstora företag består i huvudsak av kliniker för fysioterapi men kan även bestå av enskilda fysioterapeuter som driver egen verksamhet.

Risken i kundbasen är låg eftersom kunderna till stor del är offentliga och verksamheten i form av vårdgivning är helt konjunkturoberoende.

Physitracks metoder för att få in nya kunder är flera och ofta kommer de via genom inkommande förfrågningar. Internt har Physitrack ett tiotal personer som arbetar med försäljning, uppdelat enligt följande:

- Driva efterfrågan från små och medelstora företag via partnerskap med exempelvis sjukgymnastikförbund och leverantörer av EMR-system eller via akademiska samarbeten. Med akademiska samarbeten avses att studenter får gratis tillgång till Physitrack vilket utgör en plantskola för framtida användare när de kommer ut i arbetslivet.
- Driva försäljningen till stora företag, främst via inkommande intresseförfrågningar direkt från marknaden och förfrågningar via EMR:s. Physitrack deltar även i ett antal upphandlingar varje kvartal där säljarna leder arbetet.

Hela säljkåren är anställd på konsultbasis, vilket gör det möjligt att ha en bred geografisk spridning. Majoriteten av säljteamet består av före detta vårdpersonal som vanligtvis har drivit egen klinik. Detta innebär att deras profiler omfattar både branschkunskap och en entreprenöriell ådra.

Säljarna har ingen provisionsersättning men en diskretionär årlig bonus som är relativt blygsam. Däremot får en del EMR-partners och sjukgymnastförbund en provision på sålda abonnemangsavgifter.

Physitrack kommunicerar nya kunder successivt i resultatrapporterna. Nya kunder de senaste kvartalen har varit Circle Health Club, CBI Health samt Bupa. Bupa är exempelvis ett globalt hälsoförsäkringsbolag med 18 miljoner kunder över hela världen.

Vad dessa nya stora kunder innebär i termer av intäkter för Physitrack är oklart. Däremot är de stora kunderna viktiga för varumärket i och med att de ger en kvalitetsstämpel för Physitracks produkter.

Kundbasen i sig är "sticky", det vill säga obenägen att byta leverantör när de väl bestämt sig för en. Kliniker och sjukhus har generellt en trög upphandlingsprocess styrd av regler vilket i sig skapar en ovilja att byta leverantör. Dessutom har Physitrack genom att koppla sina appar till EMR- och patientjournalsystem skapat ytterligare en tröghet för kunden att avbryta abonnemanget. Inlåsningen blir ännu starkare i de fall Physitrack gjort kundanpassningar av appen.

Genom att koppla Physitracksystemet till journalsystemet kan kunden följa patientens utveckling och se vad som kan förbättras i behandlingen. Därmed skapas en historik i behandlingen som är svår att ersätta om kunden skulle välja en annan leverantör.

Kombinationen av Physitracksystemen och journalsystemen skapar också ett totalt sett bättre system för kunden. Därmed är även leverantörer av EMR-system intresserade av att sälja Physitracks system.

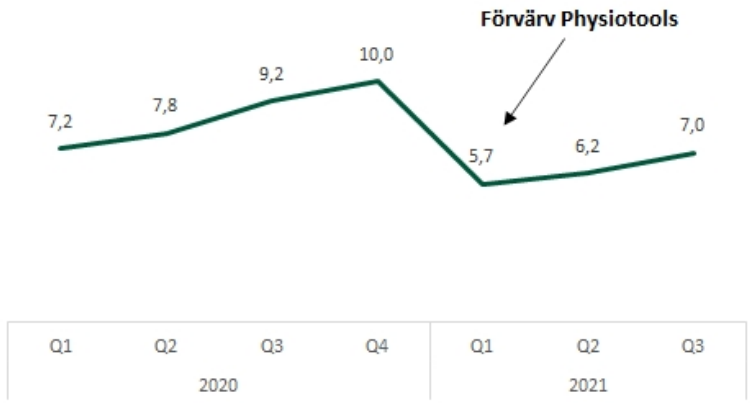
Sammantaget gör detta att "churn rate", eller antal kunder som månatligen i genosnitt lämnar Physitrack, är väldigt låg jämfört med SaaS i allmänhet och var i Q3 2021 nere på 1,8% för Physitrack och Physiotools kombinerat. Sedan start har bara en handfull enterprise-kunder lämnat bolaget.

Average Revenue Per User – ARPU

ARPU, det vill säga månatliga intäkter per användare, har successivt ökat i Physitrack genom att fler tjänster som exempelvis ”calls” samt ”messaging” läggs till i appen samtidigt som prisökningar sker.

Abonnemangen tecknas generellt över en treårsperiod med årlig möjlighet till uppsägning.

ARPU (Euro)



Nedgången i ARPU under Q1 2021 berodde på förvärvet av Physiotools, som har en större kundbas än Physitrack men en ARPU som vid förvärvet bara var kring halva nivån jämfört med Physitracks kring EUR 10 per användare.

Skillnaden i ARPU mellan de två divisionerna beror på att Physitrack systematiskt utvärderat priskänslighet hos kunder och har exekverat regelbundna prishöjningar samt har uppnått en avsevärt högre korsförsäljning av sina produkter till användarna. Dessutom har Physiotools ett antal äldre licensavtal där flera användare kan använda sig av en enda licens, vilket gör att antalet betalande användare är mindre än det totala antalet användare. Målsättningen är att få upp Physiotools till samma nivå som Physitrack i ARPU inom ett antal år.

Även satsningen inom Virtual Care drar ner nivån för ARPU då Rehabplus och Fysiotest inte har abonnemangsmodeller utan tar betalt per behandling.

Nedgången i ARPU under Q1 i år var således väntad, men har sedan successivt börjat öka igen i takt med en ökad korsförsäljning inom framförallt Physiotools.

Nivån förväntas öka i Physitracks egen affär framöver. Strategin är att jämföra sig mot andra abonnemangsmodeller som exempelvis Netflix, HBO etc. för att se hur andra aktörer agerar prismässigt. Parallellt med det gör Physitrack egna kundnöjdhetsundersökningar för att säkerställa att priset ligger rätt.

Enligt dessa undersökningar är kundnöjdheten 50% högre än vad priset är idag. Av den anledningen förväntas priserna höjas successivt, och om Physitrack har rätt i sin analys kan således ARPU nå uppemot EUR 15 inom ett antal år.

I nuläget räknar Physitrack med att höja abonnemangspriset med en valutaenhet per år. Den 1 maj 2021 höjde man priset med ca 10% för alla produkter.

Låga driftskostnader

Den tekniska plattformen är motorn i Physitrack som gjort det möjligt att bygga bolaget. Totala investeringar i plattformen uppgår till upp mot EUR 5m och merparten byggdes 2012–2014, med start av användning 2015.

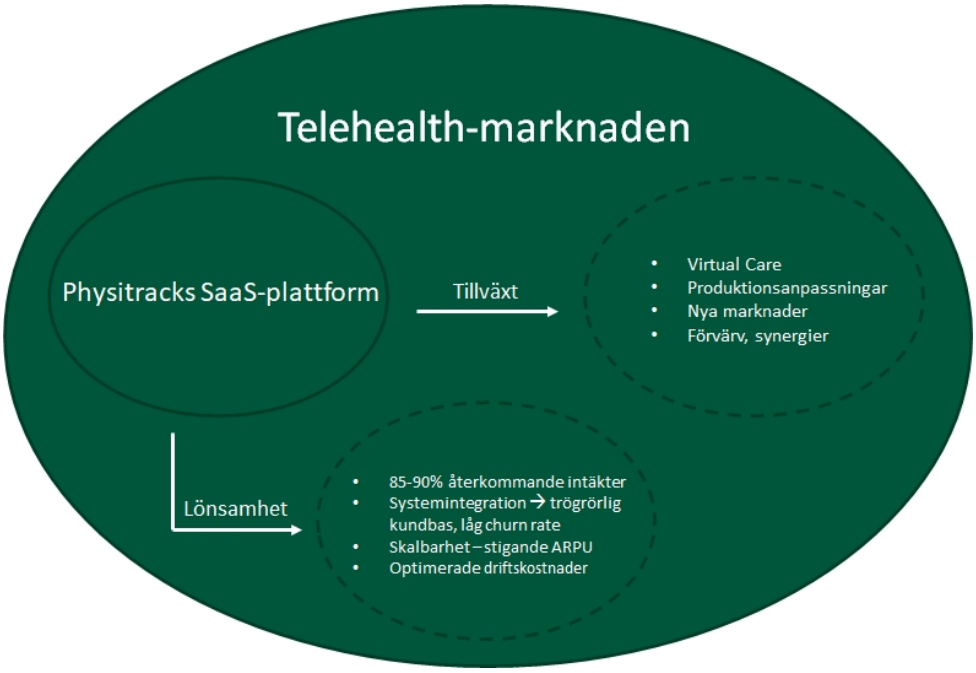
Givet att bolaget redan gjort stora investeringar är plattformen så utvecklad att den redan kan supportera en stor kundbas med god lönsamhet. Utvecklingen av plattformen sker kontinuerligt och nya funktioner läggs till hela tiden utan att det ökar utvecklingskostnaderna markant. Detta gör att det tekniska försprång Physitrack har sannolikt ökar snarare än minskar gentemot konkurrenterna.

Även försäljningskostnaderna för att få in nya kunder är låga. Många kunder kommer in direkt via förfrågningar och försäljningsorganisationen är liten med säljare som arbetar på konsultbasis.

Genom att redan ha nått kritisk massa och lönsamhet kan således nya kunder läggas till i plattformen utan att kostnaderna ökar nämnvärt. Skalbarheten syns i Q3-resultatet 2021 då intäkterna i Physitrack växte med över 20%, samtidigt som kostnaderna i stort sett var oförändrade (exklusive de kostnader förvärven förde med sig).

SaaS-plattformen är basen för tillväxt och lönsamhet i Physitrack

Den digitala marknaden för hälsovård växer starkt och genom att identifiera detta behov tidigt har Physitrack, enligt vår bedömning, byggt en plattform som nu genererar både tillväxt och lönsamhet i flera dimensioner.

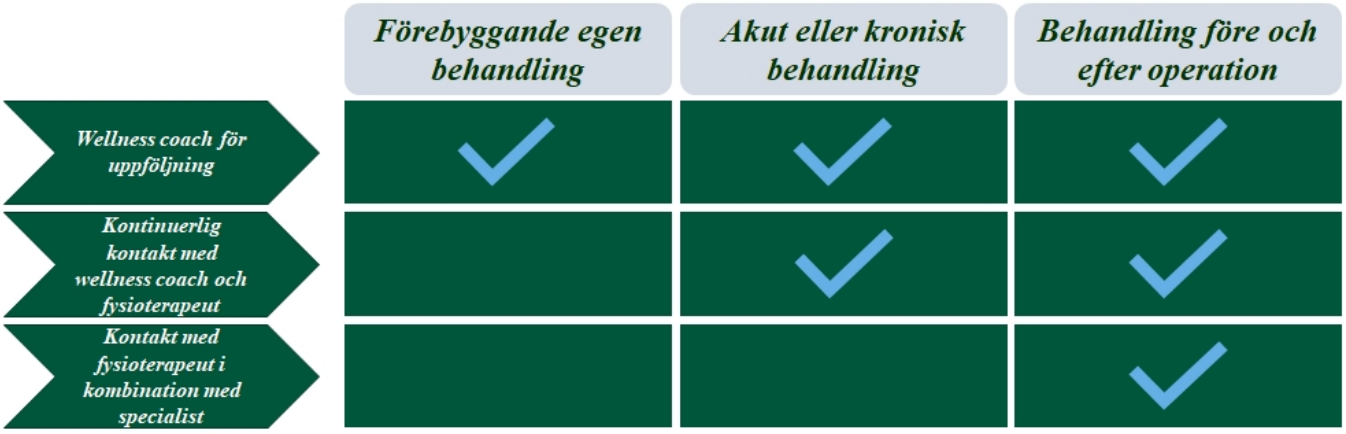


Givet att SaaS-plattformen redan nått en kritisk massa kan Physitrack nu fokusera på nya områden för tillväxt i verksamheten, exempelvis Virtual Care, produktanpassningar, nya marknader samt förvärv.

Virtual Care (Physitrack 360)

Virtual Care är ett sätt för Physitrack att bredda sitt erbjudande eftersom behandling enbart via SaaS-plattformen har begränsningar i hur mycket övningar patienten kan utföra på egen hand.

Physitracks Virtual Care-produkt har arbetsnamnet "Physitrack 360" och är en plattform där interaktion och feedback till patienten sker på distans direkt genom egna fysioterapeuter.



Vid förebyggande sjukgymnastik är det för det mesta tillräckligt för patienten att ha tillgång till den digitala SaaS-plattformen kombinerat med interaktion med en wellness coach.

Vid akuta eller kroniska tillstånd kan behandlingen kompletteras med virtuell vård via en fysioterapeut.

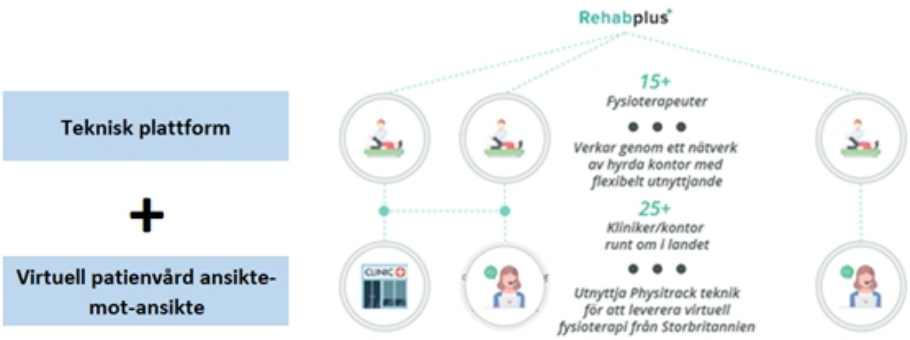
Vid behandlingar där operation utförts sker rehabiliteringen via terapeuter, men vården kan även behöva inkludera specialister för att se till att behandlingen blir rätt utförd.

Med "Physitrack 360"-produkten tror bolaget att de kommer att kunna attrahera nya kundkategorier, i första hand försäkringsbolag och arbetsgivare. För dessa kunder är det billigare med preventiva behandlingar jämfört med att en anställd råkar ut för en mer allvarlig långvarig arbetsskada. Virtuell företagshälsovård lämpar sig också väl för arbetsplatser som har svårt att ta emot fysioterapeuter på plats. Kundbasen inom Virtual Care är ny och dessutom stor.

Ett första steg in i Virtual Care-marknaden var förvärvet av Rehabplus i UK i februari 2021.

Rehabplus

Rehabplus tar betalt per konsultation på samma sätt som andra digitala vårdgivare tar betalt, exempelvis KRY. Rehabplus var tidigare en långvarig användare av Physitracks SaaS-plattform och har ett team med 15 fysioterapeuter vilka nu ingår i Physitrack.



I praktiken använder dessa fysioterapeuter SaaS-plattformen för att behandla patienter på distans, men behandlingen kan kompletteras med virtuell fysisk vård.

Fysiotest

Physitrack adderade i oktober ett nytt förvärv till Virtual Care-området, Fysiotest, som är fokuserade på företagshälsovård i form av förebyggande fysioterapi. Behandlingarna bygger på erfarenheter från sportvärlden där utvärderingar och tester ligger till grund för individuella träningsprogram för patienterna. Fysiotests behandlingar kommer successivt att användas även i andra delar av Physitracks verksamhet.

Genom att gå in i Virtual Care-marknaden går Physitrack alltså direkt på slutmarknaden med patienter istället för att gå via kliniker och sjukhus som SaaS-modellen byggts upp på. Därmed blir Physitrack implicit en direkt konkurrent till en del av sina nuvarande kunder vilket skapar en viss risk. Enligt Physitrack är Virtual Care-satsningen idag så liten, och den virtuella marknaden så stor, att det krävs en mycket stor tillväxt innan satsningen skulle innebära något konkret problem för Physitrack konkurrensmässigt. Physitrack kan också undvika denna problematik genom att etablera sin Virtual Care-produkt på marknader där de inte redan finns digitalt idag, som exempelvis Tyskland och Frankrike. Den virtuella vårdprodukten kommer även att över tid lägga större vikt på preventiv vård, vilket är mer ovanligt i den existerande SaaS-kundbasen.

Physitrack har även ett intresse av att etablera sitt virtuella vårderbjudande i USA, där bolaget redan har ett starkt fotfäste med sitt SaaS-erbjudande.

Tillväxtpotentialen i Virtual Care

Till skillnad mot abonnemangsmodellen genererar Virtual Care intäkter per patient. Av det skälet kommer Physitrack att fokusera på att öka antalet behandlingar i de förvärvade bolagen. Den virtuella vården kommer att kompletteras med ytterligare digitala produkter, vilket gör att fysioterapeuterna i de båda förvärvade bolagen kan använda sin tid mer effektivt och i slutändan behandla fler patienter än tidigare. Bolaget utvecklar även ytterligare produkter för preventiv vård i samarbete med Fysiotest, vilket har potential att bredda verksamheten över tid.

Nya kundgrupper, prisökningar och högre effektivitet innebär att Virtual Care-området i Physitrack bör kunna växa snabbare än marknaden och bolaget tror att hela Virtual Care-marknaden kommer att kunna växa med ca 30% de närmsta åren.

Physitrack kommer att kommunicera mer utförligt om hur deras satsning på Virtual Care kommer att se ut senare i höst i samband med en bred lansering av tjänsten i UK och Skandinavien. I samband med detta kommer bolaget även att kunna ge mer guidning om vad de väntar sig i termer av utveckling av affärsområdet.

Produktanpassningar

Ett sätt att öka intäkterna i kundbasen (ARPU), är att arbeta med korsförsäljning där produktanpassningar görs för att kunna ge kunden mer innehåll och därmed öka intäkterna. Ett område som skiljer Physitrack från konkurrenterna i det avseendet är kundanpassningar av appar.

Kunderna kan välja att Physitrack utvecklar en app som kunden sedan använder själva. I dessa fall får Physitrack intäkter via en abonnemangsavgift, men kan dessutom lägga på en avgift för själva utvecklingen. Kundvärdet av utvecklingen är högt i och med att appen, förutom standardfunktioner, även har funktioner som är unika för kunden. Normalt är utvecklingskostnaden USD 10 000 för kunden och tar 10 utvecklingsdagar att göra. Därefter betalar kunden USD 10 000–12 000 per år för användningen av appen.

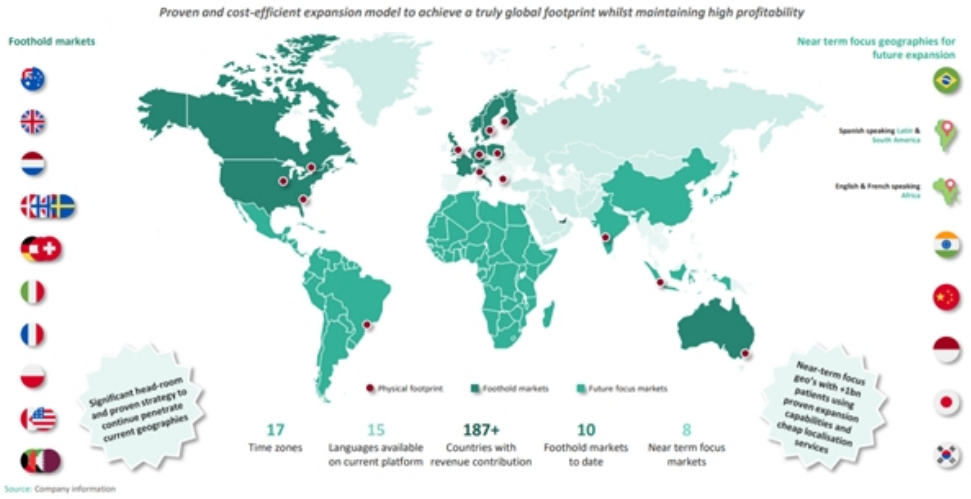
De extra intäkterna för kundanpassad utveckling växer och uppgick i Q3'21 till EUR 143 000 eller 7% av Physitracks totala intäkter.

Nya geografiska marknader

Physitracks SaaS-erbjudande är idag en etablerad produkt med kunder över hela världen. För många av kunderna är plattformen ett konkurrensmedel för att attrahera patienter. De viktigaste marknaderna för Physitrack intäktsmässigt är Norden, Nederländerna, Nordamerika, Australien och Storbritannien.

Skalbarheten är god vid etablering på en ny marknad. Utveckling av plattformen och applikationer sker centralt och etablering på nya marknader sker digitalt, via samarbeten eller genom förvärv av kundbaser. Eftersom alla utvecklingskostnader tas centralt blir marginalutvecklingen snabb när en ny marknad väl har etablerats.

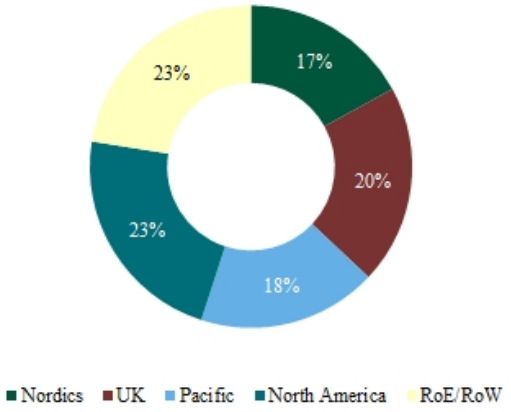
Strategin för expansion skiljer sig dock åt beroende på marknad. I utvecklade marknader med en utbyggd sjukvård och högre inkomstnivåer arbetar bolaget genom olika typer av samarbeten, till exempel med leverantörer av EMR- och journalsystem, vilka i sin tur arbetar med vårdgivare, företag och försäkringsbolag.



I andra marknader, där sjukvården inte är lika utbyggd, använder sig bolaget av en mer direkt virtuell marknadsföring mot de kliniker som finns. Vad gäller dessa marknader ser prismodellen annorlunda ut och ARPU ligger på en nivå som är cirka 50% lägre än i utvecklade länder. Den lägre betalningsförmågan i dessa marknader gör att det inte går att koppla på och ta betalt för lika många (olika) funktioner.

Kostnaden för att öppna upp ett nytt land är relativt begränsad i och med att tekniken redan är utvecklad. Det som behövs är i princip kostnad för översättning till det lokala språket, om det inte redan är gjort, samt vissa kostnader för lagringsutrymme i AWS.

Geografisk split – % av totala intäkter 2020



Förvärv

Det senaste året har Physitrack gjort tre förvärv, vilka tillsammans i stort sett har dubblat intäkterna i Physitrack.

I november 2020 förvärvades **Physiotools**, ett bolag med samma inriktning som Physitrack men med en stark position i Norden och UK. Physiotool hade vid förvärvstillfället en större kundbas än Physitrack, men hälften så hög omsättning. För Physiotools hade ytterligare investeringar krävts i den situationen vilket gjorde att dess dåvarande ägare valde att sälja bolaget till Physitrack för 48 mkr. EBITDA-marginalen i Physiotools låg vid förvärvet kring 13%. ARPU väntas på sikt dubblas och komma upp på liknande nivå som i Physitrack.

I februari i år förvärvades **Rehabplus**, det första förvärvet inom Virtual Care, för ca 6,7x Sales. I september i år förvärvades **Fysiotest**, även det ett bolag inom Virtual Care för ca 5,8x Sales.

Vad gäller båda dessa bolag är målsättningen att nå en hög tillväxt i både omsättning och marginaler. För Fysiotest är målet att nå en omsättningstillväxt om minst 30% per år medan EBITDA-marginalen förväntas gå från 15% till 40% inom fyra år.

Förvärv	EV EURt	Sales EURt 2020	EBITDA EURt 2021	EBITDA marginal	EV/Sales	EV/EBITDA	Andel up-front
Fysiotest	7 000	1 200	180	15%	5,8x	38,9x	21%
Physiotools	4 647	2 300	280	12%	6,6x	16,6x	100%
Rehabplus	4 662	700	neg.		6,7x		25%

Vad gäller förvärvet av Physiotools finns inga tilläggsköpeskillingar utan förvärvet betalades till stor del med aktier.

Gällande de senaste två förvärven, utgör dock tilläggsköpeskillingen 75–80% av förvärvspriset. För att säljarna skall erhålla maximal tilläggsköpeskilling måste de förvärvade bolagen överträffa de finansiella mål som Physitrack har kommunicerat, d.v.s. en omsättningstillväxt om 30% och EBITDA-marginal om 40%.

Med andra ord finns det ett starkt incitament för säljarna att snabbt nå en hög tillväxt och förbättrad marginal. Genom att betala en mindre del av förvärvspriset direkt blir dessutom Physitracks kostnad för förvärven utspridd över flera år.

Kassaflödet från förvärven ser, grovt räknat, ut som i nedanstående kalkyl. I exemplet har vi antagit att Physitrack förvärvar bolag med EUR 5m i omsättning till ett förvärvspris om 6,0x sales. Av detta betalas 30% ut direkt och 70% är tilläggsköpeskilling. Målen för att betala maximal tilläggsköpeskilling är dock högt satta, varför vi har antagit att ca 50% betalas ut över en 4-årsperiod.

Med samma mål för resultatförbättring som för Fysiotest, det vill säga 30% omsättningstillväxt och en marginalhöjning från 15% till 40%, ger förvärven positivt kassaflöde efter fyra år och då har, enligt vår beräkning, hela tilläggsköpeskillingen betalats ut.

Förvärvskalkyl EURt	År 1 Nov	År 2 Nov	År 3 Nov	År 4 Nov
Förvärvsmultipel (xSales)	6,0x			
Totalt förvärvspris inkl. max tilläggsköpeskilling	30 000			
Förvärvskostnad % up-front	30%			
Max tilläggsköpeskilling	70%			
Sannolikt utfall tilläggsköpeskilling	50%			
Förvärvad omsättning/år	5000			
Cash conversion	100%			
Förvärvad omsättning	**5 000**	**6 500**	**8 450**	**10 985**
Tillväxt, %		*30%*	*30%*	*30%*
EBITDA	750	1 625	2 958	4 394
EBITDA-marginal, %	*15%*	*25%*	*35%*	*40%*
Cash conversion	100%	100%	100%	100%
Kassaflöde bolaget	**750**	**1 625**	**2 958**	**4 394**
Kassaflöde up-front förvärvskostnad	9 000			
Kassaflöde sannolik tilläggsköpeskilling	3 750	3 750	3 750	3 750
Kassaflöde netto	**-12 000**	**-2 125**	**-793**	**644**

Kombinationen av en hög kassa, avsaknad av lån och en hög kassagenerering (ca 100% cash conversion av EBITDA) innebär att tämligen stora förvärv kan ske utan nyemission av aktier.

Konsolideringen av sektorn är en central del av investeringscaset för Physitrack. Enligt bolaget finns det många intressanta förvärvsmöjligheter. Optimal storlek på bolag att förvärva har enligt Physitrack EUR 1–5m i omsättning, vilket är inom intervallet på de bolag Physitrack hittills förvärvat. Enligt bolaget är ungefär ett bolag i kvartalet en förvärvstakt som är rimlig att integrera.

Förvärven adderar nya områden och fler personer som kan ta ledande positioner inom Physitrack, där ambitionen är att få in ledningar som vill driva sina bolag vidare. Multiplarna är fortfarande relativt låga och ligger under Physitracks värdering, vilket direkt skapar ett multipelarbitrage.

USA-marknaden är intressant då det just nu sker ett race bland digitala bolag inom telehealth och där värderingarna drivits upp något av Private Equity-bolag. Physitrack tror dock att det fortfarande går att förvärva bolag i USA till rimliga priser det närmsta året, men efter det finns en risk att priserna blir för höga.

Physitrack är i kontinuerlig kontakt med andra bolag i sektorn för att ständigt ha dörren öppen för nya förvärv och nyckeln är att ha kontakten direkt med entreprenören som driver bolaget.

Den amerikanska marknaden är annorlunda genom att fysioterapeuter måste ha certifiering och detta krav gör att appanvändning försvåras om inte en klinik som köper appen har certifierade sjukgymnaster. Det enkla sättet för Physitrack att komma åt kunderna i USA är således att förvärva ett bolag som har certifierade fysioterapeuter. Physitrack säger sig i nuläget ha 8–9 bolag i pipeline som potentiella förvärv och dessa finns främst i USA.

Vad gäller USA är det sannolikt att ett förvärv där blir större än de förvärv som Physitrack gjort hittills. USA står för 10% av intäkterna och är en viktig marknad.

Bolagen i USA är generellt större än de i Europa vilket gör att förvärven blir lättare ju större Physitrack blir, något som kan ta tid. I takt med att fler personer med kunskap om sin nisch kommer in och i takt med att antalet företagskunder ökar så växer också intresset för att arbeta med Physitrack, liksom möjligheten att hitta nya förvärvsobjekt.

Hinge Health i USA visar på intresset för virtuell vård

Den 6 januari 2021 annonserade Hinge Health en finansiering om USD 300m för att expandera den kliniska kapaciteten inom virtuell vård. Hinge Health är marknadsledande inom området för smärta i rygg och leder.
Finansieringen var övertecknad och leddes av Coatue Management och Tiger Global med deltagande från befintliga investerare, i huvudsak Private Equity-firmor.
Transaktionen motsvarar en värdering av Hinge Health om USD 3mdr och innebär att bolaget blir ett av de högst värderade inom digital hälsovård i USA.
Under pandemin har bolaget vuxit snabbt och intäkterna bedöms uppgå till ca USD 150m för 2021. För 2022 siktar Hinge Health på en omsättning om USD 200m samt att börsnotera bolaget. Värderingen om USD 3mdr innebär en EV/sales-multipel om ca 20x för 2021 och 15x för 2022. Bolaget redovisar i dagsläget ingen vinst.

Tillväxtfaktorer

Sammanfattningsvis har Physitrack idag en stark marknadsposition för fortsatt tillväxt i och med att tillväxten kommer från flera områden samtidigt.

- Marknaden i sig växer genom en allt större digitalisering av hälsovården och tillväxten förväntas fortsätta i många år framöver
- Physitrack växer snabbare än marknaden genom:
    - Ökad marknadspenetration
    - Utveckling av nya produkter, SaaS-erbjudandet (appen)
    - Nya geografiska marknader
    - Virtual Care
    - Förvärv

Totalt sett tror Physitrack att de genom sitt försprång kommer att fortsätta att bygga en dominerande position inom digital fysioterapi i världen.

Finansiering

Att ha finansiering på plats i en marknad som står inför en kraftig tillväxt är väsentligt av två skäl. För det första kräver teknikutveckling hela tiden investeringar för att kunna vara konkurrenskraftig. För det andra krävs finansiella muskler för att kunna delta i den konsolidering som väntas ske och ha råd att göra förvärv.

Finansiellt är Physitrack i en stark position trots de förvärv som gjorts.

Per Q3'21 har Physitrack EUR 16m i kassan och dessutom inga lån eftersom alla lån betalades av i samband med likviden som togs in vid börsnoteringen. Dessa lån hade en struktur med en snittränta kring 3%, och Physitrack tror att de kan få ännu bättre villkor i det fall nya lån tas upp.

Kassan förväntas minska något i Q4 genom förvärvet av Fysiotest men upplåningen kan öka med EUR 12–15m utan att skuldsättningen går över 3x EBITDA.

Dessutom växer kassaflödet snabbt med de höga marginaler Physitrack har. Cash conversion varierar mellan kvartalen och var i Q3 nere på 83%, att jämföra med 120% för helåret 2020. Physitrack räknar med att cash conversion normalt kommer att ligga på ca 100% av EBITDA.

Med ett antagande om cash conversion om 100% av EBITDA, upplåning motsvarande 3x EBITDA och användande av förvärvskalkylen vi gick igenom tidigare, framgår att Physitrack kan förvärva omsättning om EUR 5m per år utan att kassan minskar annat än marginellt 2022. Kassan börjar sedan från 2024 att växa relativt kraftigt med dessa antaganden.

EURt	2021 Nov	2022 Nov	2023 Nov	2024 Nov	2025 Nov
Kassaflöde löpande	2 445	3 901	5 421	7 043	9 564
Cash conversion av just. EBITDA	94%	100%	100%	100%	100%
Kassa	14 864	14 039	14 380	15 962	19 460
Upplåningsutrymme		11 702	16 262	21 128	28 692
Upplåning/EBITDA	-1,4x	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x
Utrymme för förvärv utan nyemission aktier		25 741	30 641	37 089	48 152
Kassaflöde förvärv motsvarande 5m Euro omsättning/år		-12 000	-14 125	-14 918	-14 274

Med andra ord kan Physitrack förvärva mer i omsättning per år än de förvärv de redan gjort, utan att den höga kassanivån skulle minska nämnvärt.

Ett större förvärv i USA kan ändra denna bild, men skulle i så fall behöva ligga långt över Physitracks tänkta storlek för bolag att förvärva, vilken är EUR 1–5m i omsättning.

För Physitrack är inte betalning för förvärv genom egna aktier aktuellt. Ledningen utgör en stor andel av ägarna och vill inte späda ut sitt ägande i bolaget. Det är därför ett rimligt antagande att de kommande årens förvärv kommer att finansieras helt genom eget kassaflöde och upplåning.

Finansiella mål

Physitracks finansiella mål är att uppnå en organisk tillväxt om 30% med en EBITDA-marginal om 40–45% på medellång sikt.

Vad gäller förvärv har Physitrack ingen fast målsättning.

Physitrack har även en målsättning om att byta lista till Nasdaq Small Cap, men detta ligger ett par år bort i tiden. Physitrack vill först bygga ett track record som noterat bolag och av det skälet har det varit viktigt för bolaget att visa lönsamhet redan från start.

Prognos

Prognosen för Physitrack är enligt vår bedömning överlag konservativ.

Givet senaste tidens förvärv förväntas 2022 års omsättningstillväxt vara stark. Från 2023 har vi antagit en tillväxt om 25%, vilket är något lägre än bolagets mål om att uppnå en årlig tillväxt om 30%. Anledningen till att vi valt att vara något försiktiga i våra antaganden är den något långsammare tillväxten i antalet användare. Antal användare steg kraftigt under 2020 till följd av covid-19 och nådde ett snitt om 35 000 i Q3'20. Sedan dess har tillväxten stannat av och i slutet av Q3'21 var antalet användare i Physitrack 38 000. Samtidigt innebär överflyttningen av kunder från Physiotools till Physitrack att antalet användare i Physiotools minskar.

Prishöjningar och korsförsäljning innebär att ARPU successivt förväntas öka upp mot EUR 10 år 2022, för att därefter fortsätta öka med ca 10% per år.

De bolag som förvärvats har alla en EBITDA-marginal runt 15%, det vill säga långt under Physitracks marginaler som är över 45%. Marginalerna i förvärvade bolag antas förbättras enligt målsättningar men tynger ändå gruppens EBITDA-marginal som antas vara 35–40% under 2022–2024.

Inga nya förvärv utöver de redan gjorda är medräknade i prognosen, vilket innebär att en stor potential inte är medräknad i prognosen.

Physitrack kan förvärva omsättning om EUR 5m per år utan att kassan minskar. Skulle detta ske ger det ytterligare nästan EUR 10m i EBITDA 2025. Det vill säga att förvärv kan dubbla den EBITDA-nivå som nu ligger i prognosen.

Medräknat samma antagande som i förvärvskalkylen och finansieringskalkylen skulle förvärv motsvarande EUR 5m per år ge nedanstående höjning av vår prognos.

Förvärv 5m Euro omsättning/år EURt	2022 Nov	2023 Nov	2024 Nov	2025 Nov
Omsättning	5 000	11 500	19 950	30 935
Tillväxt, %		*130%*	*73%*	*55%*
EBITDA	750	2 375	5 333	9 727
EBITDA-marginal, %	*15%*	*21%*	*27%*	*31%*

Värdering

För att värdera Physitrack använder vi oss av en relativvärdering med stöd av en kassaflödesvärdering. Avseende relativvärderingen tar vi primärt avstamp i hur noterade SaaS-bolag värderas, men vi gör även en avstämning mot hur noterade "digital health"-bolag värderas.

Relativvärdering

Många faktorer talar för att Physitrack bör ha en premie mot andra SaaS-bolag. Några argument följer nedan:

- Återkommande intäkter är mellan 85-90% av intäkterna och lönsamheten är redan hög
- Den tekniska plattformen är redan etablerad i många marknader i världen
- Kundbasen är trögrörlig och "churn rate" låg
- Den finansiella positionen är god för att göra fortsatta förvärv
- Ledningen äger en stor del av bolaget och vill undvika utspädning genom nyemissioner av aktier

Förvärv som gjorts kan dock innebära att det tar tid innan Physitrack byggt track record ifråga om hur väl förvärven integreras och var den underliggande organiska tillväxten hamnar långsiktigt. Physitrack är dessutom fortfarande ett litet bolag med ett marknadsvärde om ca 1 mdkr. Detta talar för en rabatt i värderingen.

För enkelhetens skull antas i värderingen att dessa skäl tar ut varandra och att Physitrack kommer att värderas i linje med andra SaaS-bolag som har liknande tillväxt och EBITDA-marginaler.

	Market Cap (SEKm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA margin		EBITDA-Growth
		2022e	2023e	2022e	2023e	2021	2022e	2022e
SaaS bolag								
Carasent	3 394	8,5x	n.a.	26,7x	n.a.	32%	32%	46%
Admicom	4 157	13,4x	11,5x	28,3x	23,9x	48%	47%	16%
Fortnox	37 072	29,2x	22,4x	63,4x	46,8x	44%	46%	40%
Lime Technology	4 583	10,2x	8,8x	30,1x	25,6x	34%	34%	18%
Kahoot	25 109	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21%	31%	168%
Karnov	5 255	7,0x	6,7x	15,8x	15,1x	42%	44%	9%
Upsales	1 294	10,4x	8,1x	42,4x	29,5x	22%	25%	47%
CSAM	1 641	3,5x	2,6x	13,7x	9,8x	20%	25%	84%
Formpipe	1 719	3,6x	3,3x	15,2x	12,9x	27%	24%	-10%
Vitec	18 779	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38%	38%	13%
Average		**10,7x**	**9,1x**	**29,4x**	**23,4x**	**33%**	**35%**	**43%**
Median		**9,3x**	**8,1x**	**27,5x**	**23,9x**	**33%**	**33%**	**29%**
Digital health								
Teladoc Health	192 927	8,0x	6,5x	55,5x	38,8x	13%	15%	42%
Accolade	20 311	4,7x	3,6x	n.a.	n.a.	-17%	-12%	-13%
Healthequity	49 865	6,8x	6,3x	20,0x	17,6x	32%	34%	16%
Progyny	51 585	8,3x	5,9x	56,7x	38,1x	14%	15%	60%
Phreesia	33 075	11,8x	9,7x	n.a.	n.a.	-18%	-13%	-14%
Babylon	32 786	5,5x	2,6x	-33,0x	785,8x	-44%	-17%	-15%
Oak Street Health	86 684	4,1x	2,7x	n.a.	n.a.	-16%	-9%	-18%
Signify Health	22 738	3,3x	2,8x	14,6x	12,2x	22%	23%	26%
GoodRx	140 070	15,8x	12,1x	48,1x	34,7x	31%	33%	44%
Health Catalyst	23 370	7,2x	5,9x	n.a.	189,5x	-5%	-1%	-74%
Amercian Well	17 456	3,1x	2,6x	n.a.	n.a.	-56%	-40%	-8%
Average		**7,2x**	**5,5x**	**27,0x**	**159,5x**	**-4%**	**3%**	**4%**
Median		**6,8x**	**5,9x**	**34,1x**	**38,1x**	**-5%**	**-1%**	**-8%**

Källa: EPB, Factset

Även om tabellen ovan enbart innehåller SaaS-bolag som redan är lönsamma så är det bara Fortnox, Carasent samt GoodRx som kommer upp i lika höga tal som Physitrack i kombinationen av tillväxt och marginal.

Samtidigt har dessa bolag, och flera andra nordiska SaaS-bolag, ett långt track record i att leverera hög tillväxt och marginaler, vilket resulterat i en hög värdering med EV/EBITDA kring 30x och EV/sales över 10x.

När vi kommer in i 2022 kommer investerare att se på värderingen 2023. En rimlig värdering för Physitrack bör vara motsvarande EV/EBITDA kring 24x. Jämfört med andra SaaS-bolag med liknande lönsamhet och tillväxt är detta en låg värdering men motverkas av EV/Sales-multipeln som med 10x blir hög vilket kan hålla tillbaka värderingen.

Med 24x EV/EBITDA och 8x EV/sales ges ett spann i motiverat värde om 78 till 89 kr. Snittet av dessa två värderingar ger vårt motiverade värde för Physitrack om 83–85 kr.

Vårt motiverade värde innehåller inget värde av Physitracks förvärvskapacitet, och detta värde kan bli väsentligt.

Kassaflödesanalys

Kassaflödesvärderingen indikerar ett motiverat värde per aktie om 92 kr.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	46
PV of terminal value (perpetuity formula)	88
Enterprise value	**133**
Latest net debt	-16
Minority interests & other	0
Equity value	**149**
No. of shares outstanding (millions)	16
Equity value per share (EUR)	**9,2**

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	17,6	12,2	9,7
EV/EBITDA	118,3	46,0	24,6
EV/EBIT	-454,6	95,3	34,9
EV/NOPLAT	-606,1	127,0	46,6
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price (EUR)			5,2

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,1
Cost of equity	9,9%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	25%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	9,1%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	4,0%
Long term EBIT margin	30,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	0,1%
Tax rate	25%

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

WACC	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
8,1%	9,7	10,5	11,5	12,8	14,5
8,6%	8,8	9,4	10,2	11,2	12,4
9,1%	8,0	8,6	**9,2**	9,9	10,9
9,6%	7,4	7,8	8,3	8,9	9,7
10,1%	6,9	7,2	7,6	8,1	8,7

Long-term EBIT margin

WACC	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
8,1%	10,0	10,7	11,5	12,2	12,9
8,6%	8,9	9,6	10,2	10,8	11,5
9,1%	8,1	8,6	**9,2**	9,7	10,3
9,6%	7,4	7,9	8,3	8,8	9,3
10,1%	6,8	7,2	7,6	8,1	8,5

Slutsats

Basis relativvärdering av noterade SaaS-bolag med stöd av kassaflödesvärdering anser vi att ett motiverat värde per aktie för Physitrack är 83-85 kr. Multiplarna för ”digital health”-bolag indikerar att det finns ytterligare potentiell uppsida på sikt.

Ägarbild, styrelse och ledning

Ägarbild

Största ägare i Physitrack sett till både kapital och röster är grundarna Henrik Molin och Nathan Skwortsow med respektive 23,07% i båda kategorier. Näst största ägare är Consensus Asset Management med 16,30% av både kapital och röster.

Styrelse

I dagsläget består Physitracks styrelse av 3+1 styrelseledamöter vilka följer nedan.

Elaine Sullivan, Styrelseordförande sedan 2021
Oberoende i förhållande till större aktieägare och i relation till företaget och dess ledning. Övriga befattningar inkluderar en post som partner i Manchester Square Partners och styrelseledamot i London Wildlife Trust. Tidigare erfarenhet inkluderar bland annat post som COO, Global Banking vid Deutsche Bank och Global Head of Client Technology vid Morgan Stanley.

Henrik Molin, Styrelseledamot sedan 2012
Beroende i förhållande till större aktieägare, bolaget och dess ledning. Tidigare Director of Marketing vid Skybridge Capital och Head of Business Development på FQS Capital.

Arup Paul, Styrelseledamot sedan 2021
Oberoende i förhållande till större aktieägare, bolaget och dess ledning. Nuvarande Deputy Chief Medical Officer på AXA PPP Healtcare. Tidigare erfarenhet inkluderar bland annat post som styrelseledamot för NHSE Primary Care Transformation Board och COO på HCML Rehabilitation Solutions.

Jesper Zwartendij, Styrelseledamot sedan 2021
Oberoende i förhållande till större aktieägare, bolaget och dess ledning. Tidigare erfarenheter inkluderar en post som CFO på Virgin Media Ireland och Vice President Capital Allocation samt Business Control på Liberty Global.

Ledning

Henrik Molin, CEO och medgrundare sedan 2012
Tidigare Director of Marketing vid Skybridge Capital och Head of Business Development på FQS Capital.

Nathan Skwortsow, CTO/Chief Software Architect and Designer samt medgrundare sedan 2012
Tidigare medgrundare och CTO på Lexa och Kamernet.

Charlotte Goodwin, CFO sedan 2021
Tidigare Director of Group Finance på Wilmigton plc och Senior Associate på PwC.

Andrew Knox
Tidigare CEO på Yorze Ltd., Managing Director Continental Europe på Canterbury of New Zealand, samt medgrundare och Director på IBM EMEAs $50M Corporate Venturing Fund.

Risker

Teknologiska risker

Physitracks affärsidé inkluderar flera leverantörsrelationer inom webbtjänst, molndatalagring, digitala medietjänster, IT-utvecklare samt betalningstjänster. Eventuella förändringar hos dessa aktörer kan förändra den befintliga strukturen för bolaget, men genom fördelaktiga avtalsvillkor och förebyggande arbete kan dessa risker förminskas. Dessa digitala funktioner utgör en viktig del för användare av Physitrack, och därmed kan eventuella tekniska problem i leverantörsleden även påverka användarna. Koncernens medvetenhet kring dessa eventuella utfall kan genom kontinuerlig utvärdering av tjänsteutbud och anpassning till den tekniska utvecklingen – inom såväl SaaS-branschen som den digitala hälso- och sjukvårdssektorn – minimera dessa risker.

Makroekonomiska risker

Det faktum att bolaget är verksamt på en global marknad innebär att influenser från makroekonomiska faktorer måste innefattas i riskbilden. Den allmänna ekonomin, konkurrens och sektortillväxt, konjunkturnedgångar, inflation eller deflation utgör potentiella risker för koncernen, då reducerad efterfrågan på produkt- och tjänsteutbudet kan bli resultatet. Andra faktorer som ligger utanför bolagets kontroll är konkurrensbilden och den tillgång eventuella nya aktörer har till innovationer. Däremot kan bolaget genom en tydlig nisch, goda marknadsandelar och etablerade kontakter bibehålla sin position trots vissa förändringar.

Legala risker

De tjänster och produkter som Physitrack profilerar sig inom är beroende av digitaliseringen inom sektorn. Däremot kan förhastad utveckling inom ny teknologi innebära risker för felaktigt användande på marknaden, vilket i sin tur kan leda till nya regleringar och åtgärder att ha i åtanke. Eventuella felaktiga patientförhållanden, vare sig det äger rum inom bolagets verksamhet eller i närliggande affärssystem, kan även ha viss negativ påverkan på Physitracks anseende, förtroende och varumärke. Även intrång i programvara eller webbtjänster, vid hacking eller andra IT-relaterade brott, har stor påverkan på Physitrack då bolaget är beroende av sin IT-infrastruktur. Detta inkluderar även lagring av patientuppgifter som omhändertas i enlighet med GDPR-förordningar. Den globala räckvidden gör det omöjligt att bortse från utnyttjandet av tredjepartsleverantörer, vilka också behöver vidta åtgärder i förebyggande syfte för att förhindra säkerhetsöverträdelser.

Finansiella risker

Vad gäller de finansiella riskerna har Physitrack ambitiösa tillväxtplaner, vilka ställer krav på såväl ledningnen som på kvalitetssäkring av organisationens interna processer. Utöver detta bör tilläggas att koncernen exponeras för fluktuationer i valutakurser, vilket kan innebära en risk i förhållande till rörelseresultat och kassaflöde när värdet av flöden i utländsk valuta förändras i samband med valutakursförändringar.

ESG

Physitrack arbetar aktivt med att göra rehabilitering tillgängligt för så många människor som möjligt i städer och på avlägsna platser genom att digitalisera delar av eller hela rehabiliteringsprocessen vilket lett till att miljontals människor världen över fått tillgång till vård.

Environment

Physitracks alternativ till fysiska vårdbesök gynnar inte bara patienter som upplever vård som svåråtkomligt utan även miljön då vården står för ca 4% av de globala koldioxidutsläppen. Med bolagets tjänst reduceras antalet långa resor till och från vårdplatser och elimineras i bästa fall helt. Att vård blir mer lättillgängligt gör också att fler förhoppningsvis söker vård i ett tidigt stadium och på så sätt minskar behovet av läkemedel och behandling som kan komma av ett mer framskridet sjukdomstillstånd.

Social

På många platser världen över finns det stora grupper av människor utan tillgång till transportalternativ eller de finansiella möjligheterna att söka vård. Dessa faktorer bland andra är anledningen till att många skjuter upp eller i värsta fall inte söker vård över huvud taget. Physitrack arbetar aktivt med lösningar på dessa problem genom sin SaaS-tjänst och virtuella vårderbjudanden. Genom sina tjänster främjar Physitrack ett mer effektivt och därigenom mer kostnadsattraktivt vårdalternativ. Distansvård möjliggör även ett bredare utbud av vårdalternativ för folk bosatta på utsatta platser och eliminerar långa distanser samt bidrar till att fler kan söka vård. Denna effektivisering av vården gör också att mer tid kan allokeras om till faktisk vård i stället för administrering då all relevant patientinformation finns tillgänglig på plattformen.

Governance

Med en kundbas spridd över hela världen ser Physitrack sina medarbetares olikheter som en stor styrka och anser att det är en förutsättning för att kunna erbjuda och inkludera alla i sitt erbjudande av vårdalternativ. De anställda är av spridda nationaliteter och representerar flertalet kulturer, sexuella orienteringar och etniska bakgrunder. Till sitt träningsbibiliotek som filmas i England castas modeller och atleter för sina olika specialiteter oberoende av kön, sexuell läggning, etnisk bakgrund eller hudfärg, allt för att kunna erbjuda bästa möjliga upplevelse för kunden. Bolaget har beslutat att tillämpa kraven för *the UK Corporate Governance Code* och är i överensstämmelse med koden, men har inte tillsatt en ersättningskommitté. Mot bakgrund av företagets storlek och dess simpla ersättningsstruktur, som inte inkluderar några formella bonusar eller aktieincitamentsprogram, behandlas alla frågor som rör ersättning till direktör och ledande befattningshavare av styrelsen i sin helhet. Beslutstagande kring en ersättningsstruktur är under revision.

Resultaträkning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoomsättning	--	--	**0,9**	**1,2**	**3,1**	**7,5**	**11,0**	**13,8**	**17,1**	**21,5**
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Bruttovinst	--	--	**0,9**	**1,2**	**3,1**	**7,5**	**11,0**	**13,8**	**17,1**	**21,5**
Försäljningskostnader	--	--								
Administrationskostnader			-0,5	-0,7	-1,4	-5,0	-7,1	-8,4	-10,1	-11,9
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader och -intäkter	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA (justerad)	--	--	**0,4**	**0,5**	**1,6**	**2,5**	**3,9**	**5,4**	**7,0**	**9,6**
Avskrivningar	--	--	-0,5	-0,7	-0,9	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Nedskrivningar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerad)	--	--	**-0,2**	**-0,2**	**0,7**	**1,1**	**2,4**	**3,8**	**5,3**	**7,8**
Jämförelsestörande poster / EO	--	--	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	--	--	**-0,2**	**-0,2**	**0,7**	**-0,4**	**1,4**	**3,8**	**5,3**	**7,8**
Finansiella intäkter	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	--	--	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	--	--	**-0,2**	**-0,2**	**0,7**	**-0,4**	**1,4**	**3,8**	**5,3**	**7,8**
Skatter	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,3	-1,9
Minoritetsintressen / övrigt	--	--	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	**-0,3**	**-0,2**	**0,6**	**-0,5**	**1,1**	**2,9**	**4,0**	**5,8**
Nettoresultat (justerat)	--	--	**-0,2**	**-0,2**	**0,7**	**-0,5**	**1,1**	**2,9**	**4,0**	**5,8**

Balansräkning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR										
Goodwill	--	--	0,0	0,0	6,0	16,2	16,0	15,7	15,3	14,8
Övriga immateriella tillgångar	--	--	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Materiella anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Summa anläggningstillgångar	--	--	**1,8**	**1,6**	**7,7**	**17,9**	**17,7**	**17,4**	**17,0**	**16,5**
Varulager	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	--	--	0,2	0,2	0,5	1,0	1,5	1,8	2,2	2,8
Övriga omsättningstillgångar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	--	--	0,1	0,0	1,3	14,3	13,5	14,9	17,5	22,0
Summa omsättningstillgångar	--	--	**0,3**	**0,2**	**1,8**	**15,3**	**15,0**	**16,7**	**19,7**	**24,8**
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	**2,0**	**1,8**	**9,5**	**33,2**	**32,7**	**34,1**	**36,8**	**41,3**
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	--	--	1,2	1,0	5,3	23,3	24,4	27,3	31,3	37,1
Minoritetsintressen	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	--	--	**1,2**	**1,0**	**5,3**	**23,3**	**24,4**	**27,3**	**31,3**	**37,1**
Långfristiga finansiella skulder	--	--	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	--	--	0,0	0,0	0,0	7,2	6,8	5,0	3,2	1,4
Summa långfristiga skulder	--	--	**0,0**	**0,0**	**0,4**	**7,2**	**6,8**	**5,0**	**3,2**	**1,4**
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	0,0	0,0	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	--	--	0,7	0,7	1,3	1,1	1,5	1,8	2,2	2,8
Skatteskulder	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	--	--	0,1	0,1	1,3	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Summa kortfristiga skulder	--	--	**0,8**	**0,8**	**3,8**	**2,7**	**1,5**	**1,9**	**2,3**	**2,8**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	**2,0**	**1,8**	**9,5**	**33,2**	**32,7**	**34,1**	**36,8**	**41,3**

Kassaflödesanalys

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoresultat (justerat)	--	--	-0,2	-0,2	0,7	-0,5	1,1	2,9	4,0	5,8
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	0,6	0,8	0,9	2,9	2,5	1,6	1,7	1,8
Förändringar i rörelsekapital	--	--	0,4	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verk	--	--	**0,7**	**0,5**	**2,0**	**2,4**	**3,5**	**4,5**	**5,7**	**7,6**
Investeringar	--	--	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Avyttringar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	--	--	**0,0**	**-0,1**	**1,1**	**1,1**	**2,2**	**3,2**	**4,4**	**6,3**
Utdelningar	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	0,1	0,0	0,0	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv	--	--	0,0	0,0	0,2	-3,1	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	0,0	0,0	0,0	-3,5	-1,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	--	--	**0,0**	**-0,1**	**1,2**	**13,0**	**-0,8**	**1,4**	**2,6**	**4,5**
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--								
Nettoskuld	--	--	**-0,1**	**0,0**	**0,5**	**-14,1**	**-13,5**	**-14,9**	**-17,5**	**-22,0**

Tillväxt och marginaler

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Omsättningstillväxt	--	--	n/a	40%	154%	146%	46%	26%	24%
EBIT-tillväxt (adj)	--	--	n/a	n/a	n/a	56%	121%	59%	40%
EPS-tillväxt, justerad	--	--	n/a	n/a	n/a	-13%	111%	40%	40%
Bruttomarginal	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal (adj)	--	--	41,5%	45,5%	53,4%	33,5%	35,6%	39,2%	41,2%
EBIT-marginal (adj)	--	--	-18,9%	-16,7%	22,9%	14,5%	21,9%	27,6%	31,3%
Skattesats	--	--	0%	0%	-2%	-10%	25%	25%	25%

Kapitaleffektivitet

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
ROE, justerad	--	--	-17%	-18%	23%	7%	9%	11%	14%
ROCE, justerad	--	--	-12%	-17%	15%	5%	8%	12%	16%
ROIC, justerad	--	--	-12%	-17%	15%	5%	8%	12%	16%
Investeringar, EURm	--	--	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Investeringar / omsättning	--	--	-75%	-56%	-98%	-130%	-130%	-130%	-130%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	--	--	58%	54%	47%	67%	64%	61%	59%
Varulager / omsättning	--	--	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / omsättning	--	--	18%	14%	17%	13%	13%	13%	13%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	84%	60%	41%	14%	14%	13%	13%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	-65%	-46%	-24%	-1%	0%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	0,4x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x	0,4x	0,5x

Finansiell ställning

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoskuld	--	--	0	0	0	-14	-14	-15	-17
Soliditet	--	--	59%	56%	55%	70%	75%	80%	85%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	-8%	-1%	9%	-61%	-55%	-55%	-56%
Nettoskuld / EBITDA (adj)	--	--	-0,3x	0,0x	0,3x	-5,6x	-3,5x	-2,7x	-2,5x

Aktiedata

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
EPS, rapporterad	n/a	n/a	-0,02	-0,02	0,07	-0,03	0,06	0,18	0,25
EPS, justerad	n/a	n/a	-0,02	-0,02	0,07	0,06	0,13	0,18	0,25
FCF per aktie, justerad	n/a	n/a	0,07	0,05	0,20	0,14	0,21	0,27	0,35
Utdelning per aktie	n/a	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	n/a	n/a	0,12	0,10	0,51	1,44	1,50	1,68	1,92
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	n/a	n/a	10,00	10,00	10,36	16,26	16,26	16,26	16,26

Värdering

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
P/E, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	72,6x	85,8x	40,6x	29,0x	20,8x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	9,8x	3,6x	3,4x	3,1x	2,7x
P/FCF, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	25,5x	36,3x	23,9x	18,7x	14,6x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	17,1x	9,2x	6,4x	4,9x	3,8x
EV/EBITDA (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	32,1x	27,5x	17,9x	12,6x	9,3x
EV/EBIT (adj)	n/a	n/a	n/a	n/a	74,8x	63,5x	29,0x	17,9x	12,3x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	52	69	70	68	66

Källor

1) Precedence Research: Digital Health Market Size to Hit Around US$ 833.44 bn by 2027 https://www.globenewswire.com/news-release/2020/11/17/2128470/0/en/Digital-Health-Market-Size-to-Hit-Around-US-833-44-bn-by-2027.htm
2) American Hospital Association: Fact Sheet Telehealth https://www.aha.org/factsheet/telehealth
3) Health Resources & Services Administration: Telehealth Programs https://www.hrsa.gov/rural-health/telehealth
4) Fortune Business Insights: Telehealth Market Size, Growth, Share https://www.fortunebusinessinsights.com/telerehabilitation-market-103112
5) Fox Consulting Group
6) National Library of Medicine: Global estimates of the need for rehabilitation based on the Global Burden of Disease study 2019 https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/33275908/
7) Amwell: 2019 Senior Consumer Survey Finds 52 Percent of Americans Ages 65+ are Open to Telehealth https://business.amwell.com/press-release/2019-senior-consumer-survey-finds-52-percent-of-americans-ages-65-are-open-to-telehealth/
8) Registered Nursing.org: Here's How You're your Healthcare Costs Will Rise as You Age https://www.registerednursing.org/articles/he
9) McKinsey & Company, Virtual health: A look at the next frontier of care delivery https://www.mckinsey.com/industries/healthcare-systems-and-services/our-insights/virtual-health-a-look-at-the-next-frontier-of-care-delivery
10) Marknadsstudien
11) Centers for Disease Control and Prevention: Trends in the Use of Telehealth During the Emergence of the covid-19 pandemic https://www.cdc.gov/mmwr/volumes/69/wr/mm6943a3.htm
12) U.S. Department of Veterans Affairs: VA Video Connect visits increase 1000% during covid-19 pandemic https://www.va.gov/opa/pressrel/pressrelease.cfm?id=5467
13) National Library of Medicine: Effects of Virtual Exercise Rehabilitation In-Home Therapy Compared with Traditional Care After Total Knee Arthroplasty https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/31743238/
14) Fox Consulting Group
15) Fox Consulting Group
16) Fox Consulting Group
17) Canadian Physiotherapy Association: The value of Physiotherapy – Falls https://physiotherapy.ca/sites/default/files/valuePT/cpa_valuept_falls-en.pd

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

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