

Global Health Partner

Buy

Target price: 7,50 SEK

- **Expansivt bolag med en aggressiv förvärvsstrategi.** 40 – 60 MSEK låneutrymme ger GHP den teoretiska möjligheten att förvärva företag som kan bidra med 10 – 15 MSEK i EBITDA.
- **Stabil tillväxt och ökande omsättning.** Ledningen har kommunicerat tillväxtmål på en dubblering av omsättning till 2018 (från 737 MSEK till 1474 MSEK) och att nå en EBITDA-marginal på 10 %.
- **Ökande behov av specialistvård.** Samhällstrender pekar på att andelen av befolkningen som är över 65 år kommer öka till 20 % vilket medför ökande behov av specialistvård.
- **Riktkurs på 7,50 SEK ger uppsida på ca 30 %.** Stabil tillväxt, förbättrad lönsamhet och ökande behov av specialistvård gör GHP till ett intressant investeringsobjekt med bra uppsida.

Nyckeldata

Aktiekurs	5,70
52 v högsta / lägsta	6,80/4,70
Antal aktier	66 082 387
Börsvärde (MSEK)	376
Nettoskuld (MSEK)	-92
EV (MSEK)	422
Sektor	Sjukvård
Lista / Kortnamn	Small Cap/GHP
Nästa rapport	2014 Q2

Utveckling

1 mån	-7%
3 mån	6%
1 år	4%
YTD	-47%

Huvudägare

	Innehav (%)
Metroland BVBA	25,60
Annedalskliniken AB	13,90
Öresund	4,10
Per Båtelson	4,00
Fjärde AP-fonden	3,00

Ledning

Daniel Öhman	VD
Thomas Eklund	Ordförande
Tobias linebäck	CFO



Källa: Avanza

Ledning 3p



Avkastningspotential 7p



Trygg placering 5 p



Lönsamhet 2p



Nyckeltal - Värderingsmultiplar

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/E	-35,55	33,27	-17,61	-4,15	-14,16	27,65	18,41	12,61
EV/EBITDA	85,99	13,94	15,88	13,59	9,34	7,86	5,65	3,90
EV/EBIT	-83,70	24,33	-42,37	-9,52	-58,75	18,82	12,20	7,47
P/S	1,32	1,15	0,76	0,34	0,48	0,45	0,41	0,38
EV/Sales	1,25	1,19	0,97	0,55	0,63	0,55	0,45	0,35
P/BV	1,33	1,40	1,22	0,68	1,08	1,04	0,98	0,91
Räntetäckningsgrad	-1,82	8,11	-2,11	-4,85	-1,03	3,24	4,24	5,54
FCF/EV	-8,8%	-2,5%	-3,7%	-0,5%	9,5%	3,5%	15,1%	22,4%
PEG	-0,63	0,16	0,07	0,04	-0,25	0,18	0,37	0,27
MV	665	675	514	248	357	357	357	357
EV	628	696	652	394	464	439	389	326

Investment Thesis

- Nedgången i Global Health Partners aktie sedan sommaren 2013 har skapat ett stort köptillfälle. Resultatet kommer att fortsätta att öka kraftigt under 2014 på grund av det effektivitetsarbete som har intensifierats sedan VD ändrades i november 2013. Flera kliniker som inte varit lönsamma har avyttrats vilket har gett ett starkt och tydligt inslag på företagets resultaträkning.
- GHP bedriver ett program för att sänka de centrala kostnaderna avsevärt, vilket vi tror kan leda till besparingar på 5 miljoner kronor 2014. Dessutom kommer effektiviseringsarbete hos klinikerna ha potential att sänka kostnaderna med upp till 10 miljoner kronor för Spine & Orthopedic verksamheten i slutet av 2014.
- Som den första kliniken av sitt slag erbjuder Global Health Partner högspecialiserad fetma- och diabetesvård alltsedan 2009 i emiratet Ajman inom Förenade Arabemiraten. Med en förekomst av sjuklig övervikt med upp till 30%, samt att drygt 20% av befolkningen lider av typ II diabetes ingår det Förenade Arabemiraten bland de länder i världen med högst förekomst av dessa sjukdomar.
- En åldrande befolkning och framtida behov av mer specialistvård skapar en stor potentiell kundgrupp för GHP inom många av bolagets specialistområden.
- En dokumenterad allmän ökande efterfråga på kirurgi och skönhetsbehandlingar bidrar även till en ökning av antalet potentiella kunder för GHP.
- Under 2013 har GHP kunnat se en positiv utveckling av lönsamheten. EBITDA för helåret har förbättrats med cirka 20 MSEK till totalt 50 MSEK. Men det finns fortfarande utrymme för resultatförbättringar i koncernen.

Bull Thesis

- GHP har potential till en hög uppsida på cirka 20 % omsättningstillväxt/år genom fortsatta framtida förvärv och effektiviseringsarbete.
- Genom förvärv kan GHP potentiellt upp ledningens kommunicerade tillväxtnål på en dubbling av omsättning till 2018 (från 737 MSEK till 1474 MSEK) och att nå en EBITDA-marginal på 10 %.

Triggers:

- Avveckling av olönsamma kliniker
- Effektiv sparplan för att öka lönsamheten
- Framtida förvärv av lönsamma specialistkliniker
- Stabil tillväxt och ökande omsättning
- Ökande behov av specialistvård
- Fria vårdvalet
- Ökande privatisering inom sjukvården
- Åldrande befolkning
- Statistiskt fler personer i behov av specialistvård



Bolagsbeskrivning

Global Health Partner är en svensk, internationellt verksam sjukvårdskoncern som driver specialistkliniker inom ryggkirurgi, specialtandvård, ortopedi mm. Företaget startades 2006 och har sedan 2008 noterats på OMX, Small Cap. GHP driver specialiserad vård inom ett begränsat antal diagnosområden och har som mål att bli ledande inom respektive områden. Man är övertygad om att denna speciella modell kan överträffa den generella sjukhusmodellen, med en hög volym, fokusering och specialisering tillsammans med ambitions forskning hoppas man förvärva de bästa läkarna.

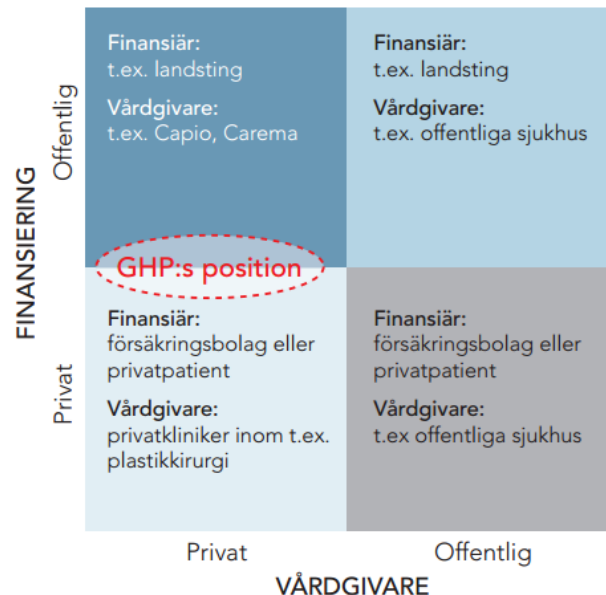
- 25 kliniker i dagsläget
- Avtalskunder: Landsting, försäkringskassan, privatförsäkringar, privatpersoner m.m.
- Historisk stadig tillväxt och ökande lönsamhet

Affärsmodell:

GHP:s bygger på en affärsmodell genom att kombinera fördelar som kännetecknar ett litet företag, såsom kundnärhet och flexibilitet, tillsammans med ett stort företags fördelar som exempelvis likviditet.

- Hög kvalitet ska härledas från specialisering som kännetecknar företagets logga; där varje enskild klinik samverkar med andra kliniker och tillsammans bilda en stark enhet över flera verksamhetsområden.
- Affärsmodellen gör att företaget skiljer sig från större konkurrenter och är genom sin specialistsjukvård inte verksamma inom omsorg, äldreomsorg eller primärvård.
- Affärsmodellen medför en hög marknadsandel inom företagets valda diagnosområden och stora möjligheter för effektivisering och kvalitetsgaranti.

Marknadsstruktur



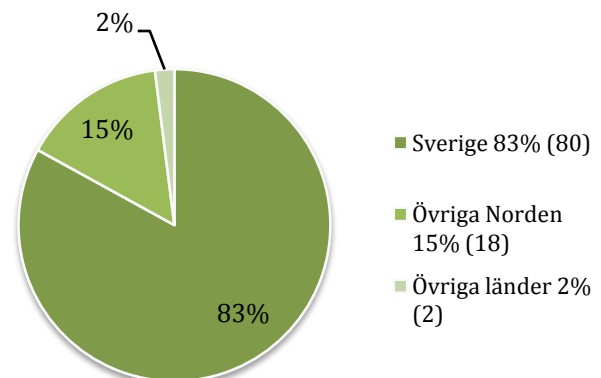
Strategi/marknad:

Patienten omges av fyra hörnstenar:

- Fokus på den nordiska marknaden
- Samarbete
- Kvalitet genom specialisering
- Decentraliserad organisation och partnerskapsmodell.

I enlighet med den ena hörnstenen är geografiskt fokus lokaliserat i Norden men företaget har fortfarande stadig utveckling av verksamheten i Förenade Arabemiraten.

GEOGRAFISK FÖRDELNING AV OMSÄTTNING 2013

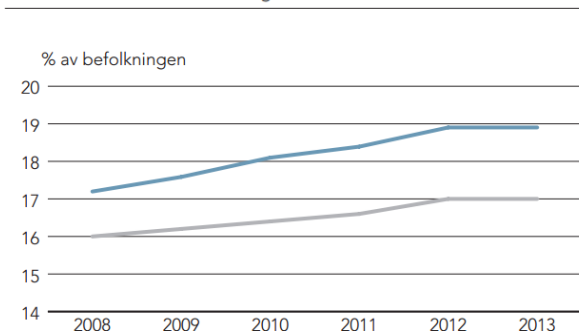


Marknadsstruktur och marknadsposi-

Under 2013 har GHP kunnat se en positiv utveckling av lönsamheten. EBITDA för helåret har förbättrats med cirka 20 MSEK till totalt 50 MSEK. Men det finns fortfarande utrymme för resultatförbättringar i koncernen. GHP har även under 2013 genomfört effektiviseringar av verksamheten som har minskat de totala kostnaderna med 9 MSEK på årsbasis

Prisutvecklingen har under 2013 överlag varit negativ, GHP har dock genom en god patienttillgång (och patientens aktiva val att välja GHP) kunnat undvika de mest negativa budstriderna. GHP inriktar sig nu på verksamhetsutveckling och ser fortsatt bra möjligheter till lönsam tillväxt, främst genom fortsatta förvärv av tongivande verksamheter som matchar GHP:s fokus. VD:n har talat om att expansioner kommer att ske inom befintliga geografier samt inom nuvarande och nya specialistområden.

% av befolkningen som är äldre än 65 år

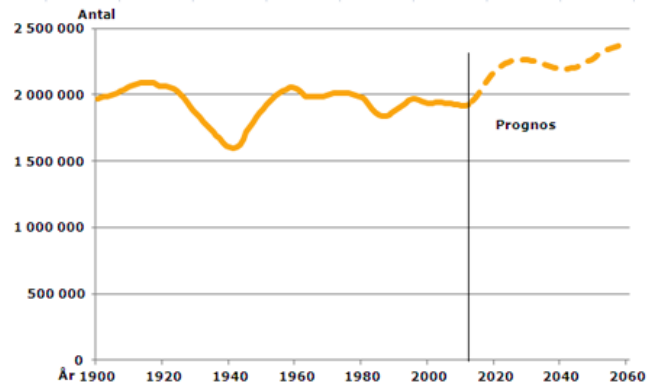


Källa: GHP årsredovisning 2013

Rygg/Ortopedi:

2013 kännetecknades av det fria vårdvalet i Stockholm vad gäller ryggkirurgi, detta medför något lägre priser inom marknaden men nya möjligheter för en mycket god fortsatt efterfrågan. Segmentsspecifika utvecklingskostnader minskade för 2013 till -3,7 MSEK (-7,5). Under första kvartalet 2014 har omsättning inom området ökat med 8 %.

En åldrande befolkning och framtida behov av mer specialistvård skapar en stor potentiell kundgrupp för GHP inom specialistområdet rygg/reuma vård.



Källa: SCB

Gastroenterologi/kirurgi

Existerande patientvolymen och resultat förväntas ytterligare utvecklas efter att segmentet visat goda tillväxtsiffror under årets fjärde kvartal. Inom prognosen tas också i hänsyn studier som visat ökade BMI-värden för den svenska populationen över åren 1988-2011. Med 1,4% ökning för män respektive 1,2% för kvinnor spås segmentet öka tillsammans med tillväxt för företaget.

En dokumenterad allmän ökande efterfråga på kirurgi och skönhetsbehandlingar bidrar även till en ökning av antalet potentiella kunder för GHP

Arytmi och nya specialistområden

Företagets specialistkunskaper inom segmentet har medfört god tillväxt för båda senare kvartal under 2013. Tillväxten väntas öka ytterligare i samband med att företaget blir mer och mer känt inom gällande områden. Som första centret för ablationer med magnetnavigering banas det väg för ytterligare expansion även inom andra, nya områden. SCB:s prognos över födelsetal väntas även öka, med den topp som väntas kring år 2020 då 90-tals boomen väntas bli föräldrar.

Tandvård

Året visade positiva siffror med god tillväxt inom segmentet. Minskade segmentsspecifika kostnader för fjärde kvartalet 2013 -0,3 MSEK (-0,2) bidrog med ett förbättrat EBITA för Q1 2014. Nya remissgångar och en trendbrytning vad gäller de finansiella resultaten medför också till de positiva förväntningarna inför året 2014. Under första kvartalet 2014 har omsättning för tandvård ökat med 7%.

Ledning och styrelse

VD, Daniel Öhman

Född 1980. Anställd 2006. Styrelseordförande och styrelseledamot i flera av Global Health Partner ABs dotterbolag och tidigare VD för dotterbolaget Ortho Center IFK-Kliniken. Civilingenjörsexamen i Elektroteknik och magisterexamen i Industriell Ekonomi från Chalmers tekniska högskola. **Aktieinnehav: 14 400 st.**

Styrelseordförande, Thomas Eklund*

Styrelseordförande i Bomill AB samt styrelseledamot i Biotage AB, Neoventa Medical AB och Memira AB. Managing Director på Investor Growth Capital sedan 2002 och har bla. ansvarat för investeringarna i Swedish Orphan och Entific Medical Systems. Private equity på ABN AMRO Capital och Corporate Finance på Handelsbanken Markets i tio år. **Aktieinnehav: 44 800 st.**

Styrelseledamot, Carsten Browall

Styrelseordförande i Vitrolife AB och Metrum AB samt styrelseledamot i SciBase AB. Lång karriär inom healthcare sektorn och har spenderat sin karriär i ledande befattningar hos företag som Mölnlycke, Nobel Biocare och Capiro. Civilekonomexamen från Göteborgs Universitet **Aktieinnehav: 205 000 st.**

Styrelseledamot, Bo Wahlström

Huvudägare i Metroland BVBA. Större ägare i Global Health Partner AB. Tidigare ägare till ett antal onoterade fastighets-, IT- och kommunikationsföretag samt större ägare i börsnoterade Telelogic AB, Fastpartner AB, Song Networks AB. Styrelseordförande i Ryholm Förvaltning AB och styrelseledamot i Stena Adactum AB. Tidigare i styrelsen för ett flertal onoterade företag samt noterade Nordiska Fondkommission AB, Digital Illusions AB, Telelogic AB, Song Networks AB samt i Stenas Sjärråd. Civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. **Aktieinnehav: 17 014 155 st**

Styrelseledamot, Johan Wachtmeister*

Medgrundade av GHP 2006 och GHP-koncernens vice VD under ett antal år. Var även med och startade flera av GHP:s verksamheter. Styrelseordförande i GHP:s verksamhet i Förenade Arabemiraten samt styrelseledamot i flera av GHP:s dotterbolag. Styrelseordförande i MJW Invest AB och Fred Wachtmeister & Partners AB samt styrelseledamot i Alm Equity AB. Tidigare VD för Ledstiernan (1999-2006) och dessförinnan anställd i SEB (1989-1999). Under den senare delen av tiden på SEB medlem i dess koncernledning och ansvarig för storföretag och institutioner. Medgrundare till Stockholm Spine Center under 1999. MBA från IMI Genève och Civilingenjörsexamen (MSc) från Maskin KTH i Stockholm. **Aktieinnehav: 4 727 431 st.**

Styrelseledamot, Cecilia Schelin Seidegård

Född 1954. Styrelseledamot sedan 2 maj 2013. Styrelseordförande i Systembolaget AB och ALMI Gotland AB och även styrelseordförande Göteborgs universitet. Landshövding i Gotlands län sedan 2010. Tidigare bl.a. Sjukhusdirektör Karolinska Universitetssjukhuset (2004-2007), VD Huddinge Universitetssjukhus AB (2003-2004) och Vice President för Astra Zeneca R&D (1999-2003). Fil dr, avdelningen för biokemi samt Fil kand i kemi, biologi och biokemi från Lunds Universitet. **Aktieinnehav: 8 000 st.**

Styrelseledamot, Christer Johansson*

Huvudägare och styrelseordförande i Annedalskliniken AB. VD och styrelseledamot i Klippans Förvaltnings Aktiebolag och i flera av bolagets dotterbolag. Entreprenör och verksam inom ett flertal branscher, däribland sjukvård, hotell, fastigheter och fastighetsutveckling. **Aktieinnehav: 9 300 000 st.**

Styrelseledamot, Mikael Olsson

Styrelseledamot i Nordanland Investment i Väst AB och Citypark Holding AB. VD i Nordanland Investment i Väst AB sedan januari 2013. Investment Manager i Amplico Kapital AB (2000-2012) samt Sjätte AP-fonden Företagsinvesteringar (2011-2012). Auktoriserad revisor och skattekonsult KPMG (1990-2000). Civilekonomexamen från Göteborgs Universitet. **Aktieinnehav: 40 000 st.**

Revisor, EY

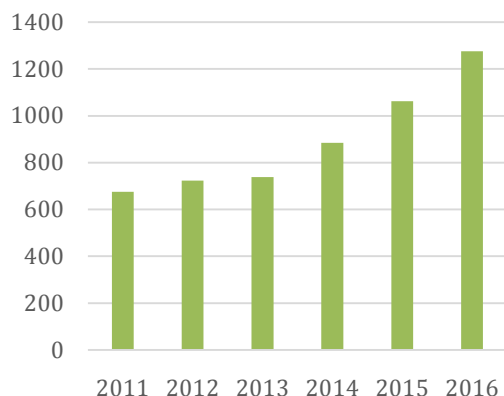
En av de globalt största revisionsbyråerna, tillförlitligt.

***Nyinvalda sedan 29 april 2014.**

Aktieägare (30 December 2013)	Antal	Andel (%)
Metroland BVBA	16 934 955	25,6
Annedalskliniken	9 185 944	13,9
Johan Wachtmeister, inkl. bolag	4 728 431	7,1
Per Bätelson, inkl. bolag	4 034 044	6,1
Öresund Investment AB	2 353 658	3,6
Fjärde AP-fonden	2 090 547	3,2
Vircone Ltd	1 500 000	2,3
Danica Pension	1 268 460	1,9
Tycho Tullberg inkl. bolag	871 600	1,3
Handelsbanken Liv	804 366	1,2
De tio största aktieägarna totalt	43 772 005	66,2
Övriga aktieägare	22 310 382	33,8
Totalt	66 082 387	100,0

Bull-case

Omsättningstillväxt 20%/y

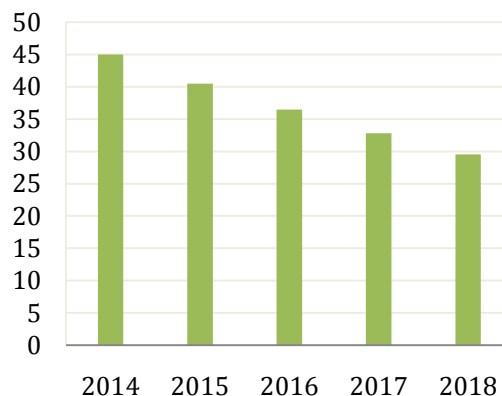


GHP bedriver ett program för att sänka de centrala kostnaderna avsevärt, vilket vi tror kan leda till besparingar på 5 miljoner kronor 2014. Dessutom kommer effektiviseringsarbete hos klinikerna ha potential att sänka kostnaderna med upp till 10 miljoner kronor. Fria låneramar om cirka 40 -60 MSEK tillåter framtida förvärv av lönsamma specialistkliniker. Genom dessa framtida förvärv och effektiviseringsarbete kan GHP gå mot ledningens kommunicerade mål kring en omsättningsdubbling år 2018 (se graf).

Vi tror på att försäljningsintäkterna kommer fortsätta följa trenden i takt med att GHP expanderar men reserverar oss från framtida förvärv och potentiella vinstmöjligheter därmed. Framgångsrika förvärv kan hjälpa förverkliga ledningsmålet om en omsättningstillväxt på 20 %/årigen men det är under förutsättning att även nuvarande kliniker fortsätter göra lika god avkastning och inget oförutsett inträffar. Därmed är vår prognos en måttlig tillväxt på 8% i omsättning. Detta baserar vi på effektiviseringsarbetet som i framtiden kan bidra till ett högre och mer stabilt EBITDA.

Bear-case

EBITDA -10%/y



Bear-prognosen består först och främst av risken för fortsatta låga priser för specialistsjukvård inom företagets två huvudmarknader Danmark och Sverige. Ett trendbrott i det här avseendet väntas inte komma inom den närmaste framtiden. Företaget befinner sig även i en rättstvist i Storbritannien och avsättningar har gjorts med risk för juridiska omkostnader. Goodwill nedskrivning på MSEK 30 som har gjorts antas bero på bristande framtidsutsikter.

Den huvudsakliga delen av ett Bear-case är fortsatta negativa resultat inom alla specialistområden, där GHP haft väldigt svårt att nå lönsamhet. Grafen illustrerar en negativ lönsamhet av verksamheten med -10% årligen. GHP tidigare haft lönsamhets problem och om effektiviseringsarbetet eller nya förvärv visar sig vara felaktiga kan en negativ lönsamhetstrend mycket väl inträffa.

Åldrande befolkning

Ökande omsättning

Avveckling av olönsamma kliniker

Kostnadsreducering genom sparplan

Outnyttjade låneramar

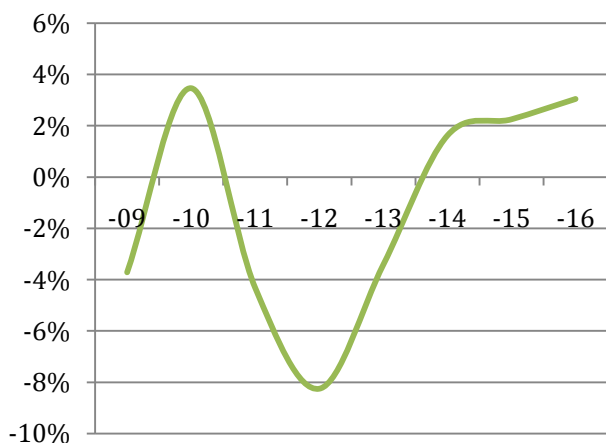
Finansiella Prognoser

Stor tillväxtpotential med outnyttjade låneramar och en expansiv förvärvsstrategi medger incitament för spekulation gällande företagets framtida resultat. Uteblir förvärven kan man fortfarande konstatera att företaget lär utvecklas enligt en positiv trend. Sedan 2006 visar företaget en något varierande årlig omsättningstillväxt kring 10 %. Även dagens gynnsamma marknadsläge medför till att driva vår tes om ökande marknadspotential för företaget. I samband med konsumenternas ökade ekonomiska frihet och konsumtion ges det ytterligare tillfällen för förvärv av marknadsandelar.

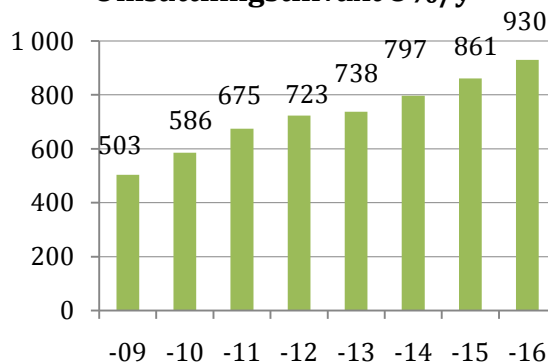
I samband med aktiverade effektiviseringar och avyttringar, ser vi att en 2-3% årlig kostnadsreducering inom ramen för företagets rörelsekostnader är högst sannolik. Minskade rörelsekostnader hjälper öka vinstmarginalen med enstaka procentenheter årligen som i sin tur öppnar dörren för potentiellt fler möjligheter för kapitalbyggande åtgärder. En generellt låg marknadsränta med aktiva privata investerare är ytterligare bevis för att företagets expansiva strategi är fullt kapabel till att slå igenom som planerat och uppnå ledningsmålet om en fördubbling av EBITDA-marginalen inom ca 5 år (se graf).

Addera detta med vår återhållsamma vinstprognos om en 5-10 % årlig tillväxt förväntas företaget uppnå en 10 % årlig tillväxt med bred marginal. Med bred marginal syftar vi på ledningens uttalade mål om en dubbling av omsättningen till 2018.

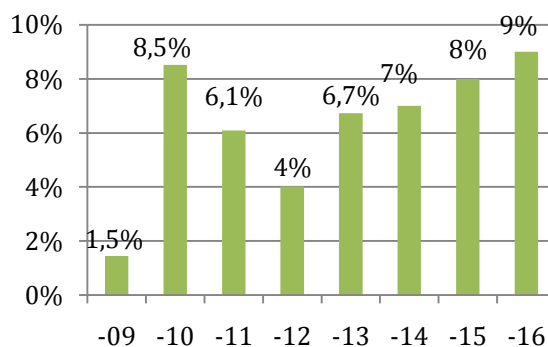
Vinstmarginal



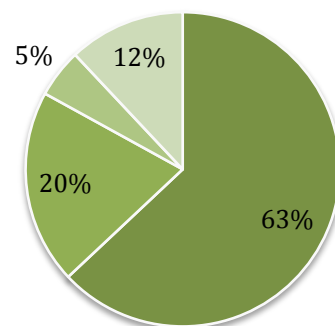
Omsättningstillväxt 8%/y



EBITDA-marginal



Andel per affärsområde total omsättning 2013



- Spine/Orthopaedics 63% (62)
- Gastro/Surgery 20% (20)
- Arrhythmia/New Specialities 5% (4)
- Dental 12% (12)

Värdering

Vi tror på en fortsatt positiv tillväxt för Global Health partner och en fortsatt stigande lönsamhet för koncernen och dess kliniker. Nedgången i Global Health Partners aktie sedan sommaren 2013 har skapat ett stort köptillfälle. Resultatet kommer att fortsätta att öka kraftig under 2014 på grund av det effektivitetsarbete som har intensifierats sedan VD ändrades i november 2013. Flera kliniker som inte varit lönsamma har avyttrats vilket har gett ett starkt och tydligt inslag på företagets resultaträkning.

EV/EBITDA

Diagrammet visar hur en potentiell utveckling av EBITDA (10% årlig ökning) i förhållande till potentiella framtida aktiekurser. Vid en prognostiserad EBITDA utveckling om + 10% kommer är bolaget enligt EV/EBITDA undervärderat mot konkurrenter enligt nuvarande aktiekurs, vilket skapar ett köpläge.

En utveckling om + 10% av EBITDA är möjligt genom en fortsatt stabil omsättningstillväxt samtidigt som effektivitetsåtgärder och besparingsprogram genomförs som ledningen har kommunicerat dem. Heads Up för att bolaget snart har skrivit av alla befintliga tillgångar, vilket potentiellt kan ge ett slut resultat och rapport över marknadens förväntningar.

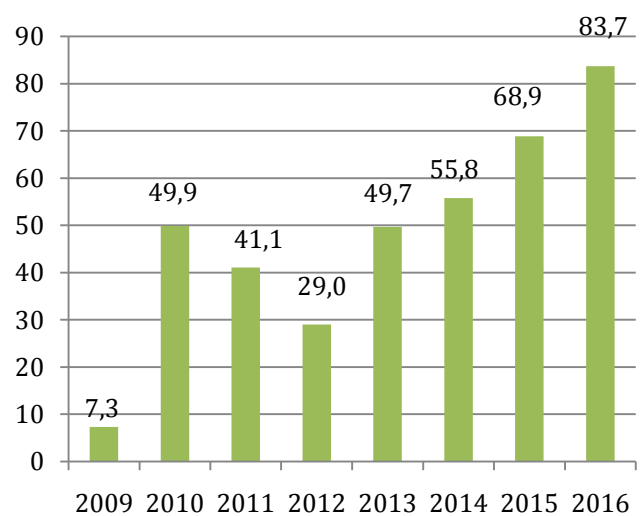
P/S

Vid en fortsatt stabil omsättningstillväxt som följer den historiska trenden räknar vi med en tillväxt på ca 8%/år. I P/S värderingen illustreras framtida omsättningar i förhållande till potentiella aktiekurser. Det låga P/S talet är en indikator på att marknaden inte förväntar sig en lika stark omsättningstillväxt och att GHP enligt P/S kan anses som undervärderad. Heads up för bolagets relativt låga (tidigare negativa) vinstmarginal som ihop med ett lågt P/S tal faktiskt kan indikera att bolaget är korrekt värderat. Vid får prognos om framtida effektiviseringar och positiv utveckling av marginal vinst uppstår dock ett läge som marknaden missar och bolaget kan ses som undervärderat.

Branschsnitt sjukvård

Antal företag	EV/EBITDA	EV/EBIT
126	9.36	11.12

EBITDA



EV/EBITDA

	2013	2014	2015	2016
EBITDA	50	60	72	86,4
Aktiekurs				
5,7	7,53	6,28	5,23	4,36
6,0	7,93	6,61	5,51	4,59
7,5	9,91	8,26	6,88	5,74
8,00	10,57	8,81	7,34	6,12

P/S

		2013	2014	2015	2016
Omsättning		738	885	1062	1275
Aktiekurs	Börsvärde				
5,7	377	0,51	0,43	0,35	0,30
6,0	396	0,54	0,45	0,37	0,31
7,5	496	0,67	0,56	0,47	0,39
8,00	529	0,72	0,60	0,50	0,41

Peers

Capio Citykliniken

Förmodligen det allmänt mest kända privata vårdföretaget främst inriktade på vårdcentraler och mindre fokus på specialistvård. Utgör därför inget större hot mot Global Health Partner och dess kliniker.

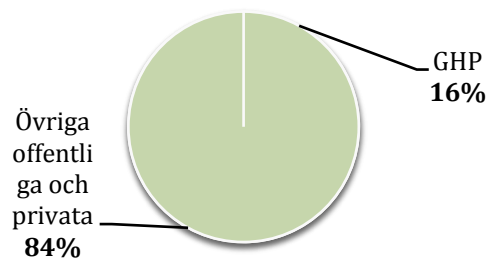
Aleris

Erbjuder specialistvård men är geografiskt begränsade då de inte är verksamma i lika många marknader och kan därför inte konkurrera med Global Health Partner.

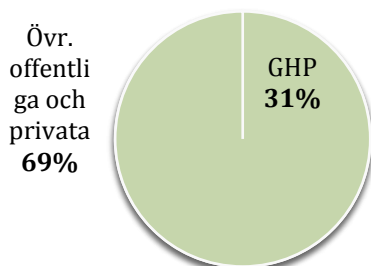
Sensia

Erbjuder specialistvård men är geografiskt begränsade och kan därför inte konkurrera med Global Health Partner.

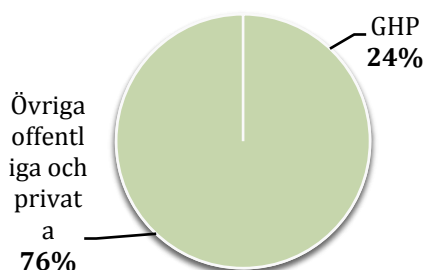
MARKNADSANDELAR, HÖFT- OCH KNÄLEDSPLASTIKER INOM FRITT VÅRDVAL STOCKHOLM JAN-AUG 2013



MARKNADSANDELAR I SVERIGE FÖR HALSRYGGSOPERATIONER 2013



MARKNADSANDELAR I SVERIGE FÖR LÄNDRYGGSOPERATIONER 2013



Rekommendation

Vi tror på en fortsatt positiv tillväxt för Global Health partner och en fortsatt stigande lönsamhet för koncernen och dess kliniker. Nedgången i Global Health Partners aktie sedan sommaren 2013 har skapat ett stort köptillfälle. Resultatet kommer att fortsätta att öka kraftigt under 2014 på grund av det effektivitetsarbete som har intensifierats sedan VD ändrades i november 2013. Flera kliniker som inte varit lönsamma har avyttrats vilket har gett ett starkt och tydligt inslag på företagets resultaträkning.

Global Health Partner erbjuder ett långsiktigt stabilt investeringsalternativ med potential till en framtida dubbling av omsättningen (Bull-Case).

En fortsatt stabil tillväxt om 8%/år i samband med effektiviseringsarbete ger en positiv utveckling av både EBITDA och vinstmarginal. Vi anser att marknaden missar denna positiva och stabila utvecklingstrend och att GHP vid dessa prognoser undervärderas av marknaden enligt EV/EBITDA och P/S. För spekulative investerare som tror på framtida förvärv finns möjligheten för en dubbling av omsättningen år 2018, för detta hänvisar vi till Bull-case scenariot.

Vid en potentiell omsättning på 930 miljoner år 2016 och ett EBITDA på 83,7 beräknar vi den rimliga kurspotentialen på lång sikt till **7,50 SEK** och rekommenderar alltså **köp**.

Disclosure:

Aljosha Ellmer – äger ej aktier i Global Health Partner
Mostafa Sharq – äger ej aktier i Global Health Partner

Ledning 3 poäng**Ledning – 3 poäng**

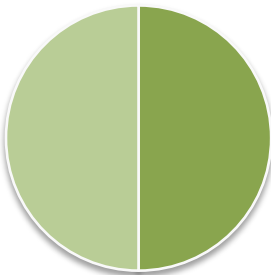
Har genomgått byte av styrelse tre gånger inom loppet av de senaste 4 åren. Men en kompetent styrelse med många aktörer som har mångårig erfarenhet av sjukvårdsbranschen väger upp till stor del och vi ser fram emot en ny ledning som kan medföra ytterligare utveckling av verksamheten i positiv riktning. Detta betyg har god chans att behövas justeras upp inom en snar framtid.

**Avkastningspotential
7 poäng****Avkastningspotential – 7 poäng**

Med utrymme och kapaciteten för ytterligare expansion av verksamheten samt en betydande trend som går mot ökande verksamhetsintäkter för privat sjukvård ser vi att företaget kan erbjuda signifikanta avkastningsmöjligheter i framtiden. Där emot ser vi inte att företaget gör utdelningar inom snaraste framtiden då återinvesteringar är prioriterade före utdelning.

Lönsamhet 2 poäng**Lönsamhet – 2 poäng**

En 7-10% ROE väntas uppnås inom loppet av 5 år. Detta medför att det till förmån för en långvarig investeringshorisont resulterar i att den kortsiktiga lönsamheten hämmas.

**Trygg placering 5
poäng****Trygg placering – 5 poäng**

Låneutrymme, avyttringar, effektivisering och materiella tillgångar av stort värde med ökande marknadsandelar påvisar en trygg investeringsmöjlighet samtidigt som tidigare resultat indikerar på motsatsen.

SWOT

Strengths

Bra och stabil utveckling av verksamheten, lönsamheten och omsättningen. Specialiserade inom flera specialistområden där det finns stor potential till kunder. Kunnig ledning och historisk bra förvaltning av de kliniker som köpts in till GHP koncernen. Tillgängliga låneramar och kapital till framtida förvärv. Höga inträdesbarriärer på marknaden, stort kapital eller kunskap, vilket gör att risken för framtida konkurrens minimeras.

Weaknesses

Även om det finns en positiv och stabil utveckling är många kliniker om GHP fortfarande inte lönsamma. Största svagheten är alltså det finansiella resultat hos vissa kliniker och inom några specialistområden som drar ner hela GHPs lönsamhet.

Opportunities

Bra finansiella möjligheter till framtida förvärv som stärker GHPs presens på marknaden. Trend som pekar på att fler väljer privat specialistvård, framför den statligavården. Människor drabbas mer och mer av sjukdomar, vilket gör att behovet av specialistvård ökar.

Threats

Fortsatt negativ lönsamhet inom några specialistområden och kliniker. Större aktörer, som landsting och den svenska staten. Dessa kan investera mer i specialistvård och erbjuda alternativ som subventioneras av staten.

Styrkor

- Ökande antal potentiella kunder
- Höga inträdesbarriärer på marknaden
- Stabil utveckling av omsättningen

Svagheter

- Många kliniker är inte lönsamma och det har historiskt sätt varit svårt att få dessa lönsamma

SWOT

Möjligheter

- Finansiella möjligheter till framtida förvärv
- Människor drabbas av mer sjukdomar
- Åldrande befolkning

Hot

- Fortsatt negativ lönsamhet
- Större aktörer, landsting
- Politiska risker

Appendix

Resultaträkning

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsättning	503,0	586,0	675,0	723,0	738,0	797,0	860,8	929,7
Rörelsekostnader	-374,2	-392,8	-487,3	-554,5	-551,9	-589,8	-637,0	-688,0
EBITDA	7,3	49,9	41,1	29,0	49,7	55,8	68,9	83,7
<i>EBITDA-maginal</i>	<i>1,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,0%</i>
Avskrivningar	-14,8	-21,3	-56,5	-70,4	-57,6	-32,5	-37,0	-40,0
EBIT	-7,5	28,6	-15,4	-41,4	-7,9	23,3	31,9	43,6
<i>EBIT-maginal</i>	<i>-1,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,7%</i>
Finansnetto	-2,1	-3,0	-5,1	-7,7	-6,5	-6,8	-7,1	-7,3
EBT	-9,6	25,6	-20,5	-49,1	-14,4	16,5	24,8	36,3
<i>EBT-maginal</i>	<i>-1,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,9%</i>
Nettoresultat	-18,7	20,3	-29,2	-59,7	-25,2	12,9	19,4	28,3
<i>Nettomaginal</i>	<i>-3,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>-4,3%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,0%</i>
Vinsttillväxt	56%	209%	-244%	-104%	58%	151%	50%	46%

Balansräkning

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Eget kapital	498,42	481,44	423,06	365,15	329,26	343,27	363,85	393,46
Totala tillgångar	756,70	768,20	757,60	727,20	667,80	745,32	838,90	951,88
Nettoskuld	-37,00	20,40	138,20	146,40	107,30	81,96	32,45	-30,78
Kassa och bank	163,00	137,00	97,70	97,00	91,80	146,24	229,14	330,71
Sysselsatt kapital	N/A	663,70	642,50	668,40	613,90	599,19	681,08	781,44
Rörelsekapital	143,80	101,90	94,70	76,10	67,30	113,94	188,66	281,26
Soliditet	62%	64%	65%	59%	55%	49%	47%	45%

Kassaflöde

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Operativt CF exkl. förändr. rörelsekap.	10,4	30,8	20,2	-4,2	19,6	45,4	56,3	68,3
Förändring av rörelsekapital	-7,2	-11,6	-16,9	9,4	15,4	12,7	36,4	41,6
CF löpande verksamheten	10,4	30,8	20,2	-4,2	19,6	45,4	56,3	68,3
CF investeringsverksamheten	-59,1	-41,3	-30,6	-14,3	4,7	-51,6	-43,2	-46,8
Fritt kassaflöde	-55,1	-17,2	-23,9	-1,9	44,0	15,4	58,9	73,0
CF finansieringsverksamheten	-1,7	-7,0	-14,8	11,6	-39,0	29,1	33,4	38,3
Periodens kassaflöde	-57,6	-29,1	-42,1	2,5	0,7	35,5	82,9	101,6

Nyckeltal - Värderingsmultiplar

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/E	-35,55	33,27	-17,61	-4,15	-14,16	27,65	18,41	12,61
EV/EBITDA	85,99	13,94	15,88	13,59	9,34	7,86	5,65	3,90
EV/EBIT	-83,70	24,33	-42,37	-9,52	-58,75	18,82	12,20	7,47
P/S	1,32	1,15	0,76	0,34	0,48	0,45	0,41	0,38
EV/Sales	1,25	1,19	0,97	0,55	0,63	0,55	0,45	0,35
P/BV	1,33	1,40	1,22	0,68	1,08	1,04	0,98	0,91
Räntetäckningsgrad	-1,82	8,11	-2,11	-4,85	-1,03	3,24	4,24	5,54
FCF/EV	-8,8%	-2,5%	-3,7%	-0,5%	9,5%	3,5%	15,1%	22,4%
PEG	-0,63	0,16	0,07	0,04	-0,25	0,18	0,37	0,27

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.