



UPPDRAGSANALYS  
26 april 2018

# GHP Specialty Care

## ANALYSGUIDEN

## Innehåll

Stark trend bekräftas .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse .....	3
Ägare .....	3
Finansiell ställning .....	3
Potential .....	3
Risk .....	3
Stark trend bekräftas .....	4
Samarbetet med Trygg Hansa utökas .....	5
Viktiga kliniker i Norden expanderar .....	5
Prognoser .....	5
Expansion och nya avtal ger höjda prognoser .....	5
Värderingsansats .....	7
Högre motiverat värde .....	7
GHP värderas med viss rabatt med våra prognoser .....	8
Om bolaget .....	9
Historik .....	9
Ny segmentsindelning .....	10
Norden – koncernens ryggrad .....	11
Betydande expansionsmöjlighet för International .....	12
Vårdsamverkan - ny affärsmodell för att parera marginalpress .....	13
Ledning och ägare .....	13
Ledande befattningshavare .....	13
Verkställande direktör .....	13
Ordförande .....	13
Starka profiler i ägarbilden .....	13
Disclaimer .....	15



# Stark trend bekräftas

**Tillväxt och resultat för det första kvartalet överträffade våra förväntningar och bekräftar bilden av en stark formkurva. Vi höjer våra estimat tydligt som följd. Ett nytt avtal med Trygg Hansa och expansionsplaner ger ytterligare stöd åt ökad optimism.**



Med två starka kvartal i ryggen ser GHP ut att ha lämnat fjolårets svacka bakom sig. Den senaste kvartalsrapporten var den resultatmässigt starkaste inledningen på ett år hittills i bolagets historia. Ledningens ansträngningar för att vässa den nordiska verksamheten har således omgående burit frukt. EBITDA-marginalen steg till 9,3 procent (7,0) trots att

jämförelseperioden motsvarande kvartal 2017 var relativt stark.

En annan tydlig ljuspunkt var en organisk tillväxt på närmare elva procent i kvartalet. Ett starkt momentum kombinerat med förväntad kommande expansion bidrar till att vi höjer omsättningsprognosen med tre respektive fem procent för 2018 och 2019. En stärkt ställning hos försäkringsbolagen ger förutsättningar för att det nya segmentet Vårdsamverkan ska bli vinstgenererande inom en inte alltför avlägsen framtid (vi spår 2019). Det finns också en tydlig hävstång i den internationella verksamheten, där GHP driver kliniker i Förenade Arabemiraten med låga fasta kostnader. GHP jagar nya affärer i regionen och det kan ge ytterligare uppsida till våra prognoser. Risker i våra prognoser är om GHP:s planer för att expandera kapacitet i viktiga kliniker i Norden inte kan genomföras i önskad takt, men den starka inledningen på året ger en god grund.

Vi höjer det motiverade värdet i basscenariot till 11,6 kronor (10,2). Givet att våra prognoser kan infrias bedömer vi att GHP värderas till attraktiva multiplar för 2019. Ett bra utrymme för en återhämtning i marginalerna ger goda förutsättningar för en uppvärdering.

## Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P
Försäljnings- intäkter		820	955	991	1093	1190
Tillväxt, %			17%	4%	10%	9%
EBITDA		52	81	42	79	96
EBITDA-marginal		6,4%	8,5%	4,3%	7,2%	8,1%
Vinst per aktie, kronor		0,33	0,60	0,08	0,57	0,82
PE-tal		15,6	17,3	113,8	16,8	11,6

Källa: GHP (utfall) och Jarl Securities (prognoser)

UPPDATERING  
GHP Specialty Care  
26 april 2018

Datum: 26 april 2018  
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: GHP Specialty Care AB  
Lista: NASDAQ OMX NORDIC SMALL CAP  
Vd: Daniel Öhman  
Styrelseordförande: Carsten Browall  
Marknadsvärde: 649 MSEK  
Senast: 9,5 SEK  
Kort om GHP: GHP Specialty Care är en sjukvårdskoncern med verksamhet i Norden (18 kliniker) och Förenade Arabemiraten (drift av fyra kliniker). Strategin är att bedriva specialiserad vård inom ett begränsat antal utvalda diagnosområden med ambitionen att bli en ledande aktör inom dessa specialistområden. Affärsmodellen bygger på "kvalitet genom specialisering" det vill säga att erbjuda effektiv vård med hög kvalitet genom att bygga stora volymer inom specialistområdena.

Möjligheter och styrkor: GHP har en stark ställning inom specialist-sjukvårdsområden i Sverige. Det ger möjlighet att behandla stora volymer vilket leder till ökad kvalitet.

Drygt en tredjedel av intäkterna kommer från försäkringsbolag via sjukvårdsförsäkringar. Det minskar effekt av prispressen inom delar av offentligt finansierad vård

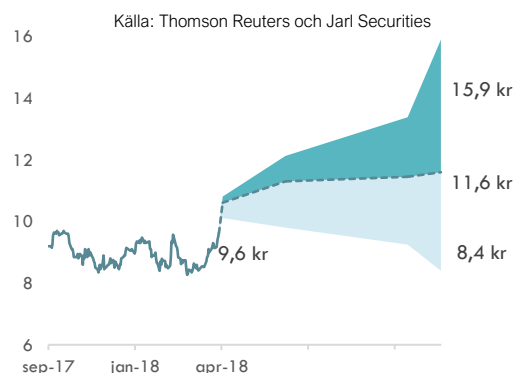
Inom den internationella verksamheten finns goda tillväxtpotentialer.

Risker och svagheter: GHP är beroende av att kunna rekrytera och behålla specialistkompetens.

Bolaget är i hög grad beroende av politiska beslut.

Värdering: Bear 8,4 kr      Bas 11,6 kr      Bull 15,9 kr

## GHP Specialty Care



# Temperatur

## Ledning och styrelse



Under Vd:n Daniel Öhman har lönsamheten förbättrats tydligt. Utvecklingen var svag under större delen av 2017 men en tydlig återhämtning under 4 kv. var ett styrkebesked.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

## Ägare



Bland ägarna finns ett flertal näringslivsprofiler. Vid sidan av storägaren Metroland BVBA finns grundarna till bolaget högt upp på ägarlistan. .

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

## Finansiell ställning



GHP har en något lägre skuldsättning än andra bolag i sektorn. Det underliggande kassaflödet är gott men har tyngts av en period av högre investeringar.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

## Potential



Aktiekursen har pressats under 2017 och då vi förväntar oss en successiv återhämtning till tidigare lönsamhet ser vi en uppsida. Bolaget är en uppköpskandidat.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

## Risk



Verksamheten påverkas i hög grad av politiska beslut. Reglering av vinster i välfärdssektorerna kan bli en valfråga 2018. Konjunkturkänsligheten är samtidigt begränsad. Likviditeten i aktien är förhållandevis låg.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Stark trend bekräftas

GHP följer upp det starka resultatet för 4 kv. 2017 med ett ännu litet bättre kvartal. Framför allt var tillväxten bättre än vi räknat med men även marginalen översteg våra förväntningar markant. Det visar att vidtagna åtgärder för att förbättra verksamhetsplanering gett snabbt resultat och att även besparingar tar skruv.

### Utfall och prognoser, kv. 1 2018

	MSEK	2018, KV1	2018, KV1P	Avvikelse	2017, KV1
Rörelseintäkter		279	269	4%	261
Tillväxt, %		7%	3%		
Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)		26	18	44%	18
EBITDA-marginal, %		9,1%	6,6%		7,0%
Rörelseresultat (EBIT)		19	12	64%	11
EBIT-marginal, %		7,0%	4,5%		4,4%
Resultat före skatt (EBT)		18,5	11,0	69%	10,6

Källa: GHP och Jarl Securities

Tillväxten uppgick till sju procent varav den organiska tillväxten (justerat för avyttringar) var närmare 11 procent. För segmentet Norden utvecklades verksamheterna i Stockholmsområdet starkt och GHP lyfter fram Gastro/Kirurgi och Specialiststandvård som utropstecken. Det nya segmentet Vårdsamverkan uppvisade en tillväxt på 41 procent drivet av det avtal rörande vårdplanering som träffades med Trygg Hansa under sommaren 2017. Segmentet International (Förenade Arabemiraten) visade stillastående intäkter men resultatet förbättrades tydligt tack vare en positiv resultat effekt hänförlig till utfall under fjärde kvartalet 2017 enligt kriterier i managementavtalet.

Som framgår var vi för försiktiga i våra förväntningar. Påsken inföll mitt emellan kvartalen och det bidrog till felbedömningen då effekten från påskledigheter tycks ha blivit förhållandevis mild (även om det snarast handlar om en fördelning mellan kvartal). En mer signifikant överraskning var att GHP expanderat i en högre takt än vi förväntat oss och varit framgångsrika i rekryteringar. Samtidigt har genomförda besparingarna också slagit in snabbare än vi tidigare trott.

## Samarbetet med Trygg Hansa utökas

Nyligen meddelade GHP att bolaget får ansvar för all vård av Trygg Hansas försäkringskunder avseende patienter med skador på rörelseapparaten. Bolaget bedömer att segmentet Vårdsamverkan ökar omsättningen med 40 till 60 MSEK per år med detta avtal. Cirka 30% av denna omsättningen finns redan idag i GHP:s ortopedikliniker, och denna andel väntas öka av samarbetet. För segmentet Vårdsamverkan förväntas inte avtalet bidra med någon större positiv effekt under 2018 då investeringar i IT-, process, och allmän verksamhetsutveckling är planerad. Lönsamheten i klinikerna från tillkommande omsättning förväntas ligga i linje med befintliga vinstmarginaler. Avtalet börjar gälla från 1/7 2018.

Avtalet visar att GHP:s nära samarbete med försäkringsbolagen bär frukt. GHP har sedan tidigare ett liknande avtal med Skandia avseende patienter i Stockholmsområdet och, sedan 2018, även Göteborg.

## Viktiga kliniker i Norden expanderar

I början av året meddelades att kliniken i Köpenhamn ökar kapaciteten med 30 procent genom ytterligare en operationssal, fler vårdplatser och fler mottagningsrum. I april annonserade att även GHP Spine Center i Göteborg ska expandera från två till tre operationssalar.

Utbyggnaderna sker utan större investeringar från GHP:s del och ska genomföras under sommaren 2018. Vi uppskattar att ovan nämnda kliniker i dagsläget sammantaget svarar för omkring 20 procent av koncernens omsättning. Utbyggnaderna ger således en tydlig ökning av GHP:s kostym och ett bra utrymme att möta ökande efterfrågan, exempelvis från det nya avtalet med Trygg Hansa.

# Prognoser

## Expansion och nya avtal ger höjda antaganden

Med den starka inledningen på året i ryggen ser det överlag lovande ut för resten av 2018 enligt vår bedömning:

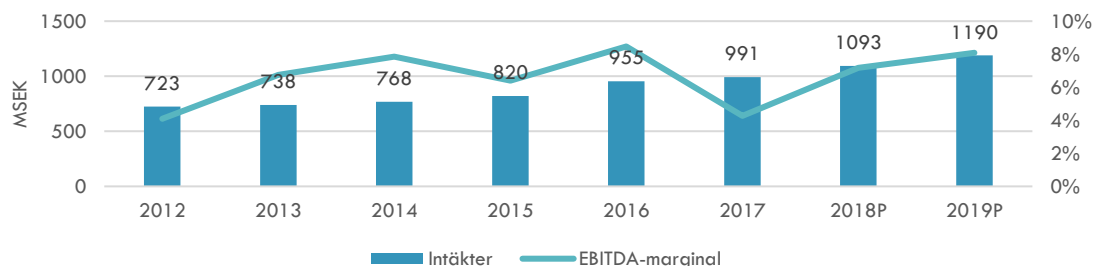
- Innevarande kvartal innebär en gynnsam jämförelseperiod för segmentet Norden sett till kalendereffekter och generellt svagt utfall för motsvarande period 2017.
- Bolaget upplever en stark efterfrågan för de nordiska klinikerna vilket bland annat motiverar utbyggnader av rygg/ortopedikliniker i Köpenhamn och Göteborg som tidigare nämnts.
- Det nyligen ingångna avtalet med Trygg Hansa uppskattas vara värt 40 till 60 miljoner kronor årligen och ger successivt effekt från och med andra halvåret 2018. Det bidrar till att segmentet Vårdsamverkan väntas kunna generera 100 miljoner kronor i intäkter i årstakt inom kort, att jämföra med drygt 40 miljoner kronor 2017.
- Segmentet International är något av en joker. Eftersom den rörliga delen av ersättningen i befintligt avtal med SKCMA i Ajman är

kopplad till andra kriterier än behandlingsvolym är intäkter och resultat något svårprognostiserade. GHP har dock kostnadstäckning för personal enligt avtalet och det ger en betydande hävstång. Ett stort fokus ligger på att ta nya affärer i regionen. På grund av långa betalningstider i denna del av världen binder samtidigt expansion här initialt mycket kapital, vilket var en anledning till styrelsens förslag att inte lämna någon utdelning för 2017.

Vi bedömer att läget har klarnat jämfört med situationen för ungefär nio månader sedan. GHP:s kliniker i Norden förefaller ha stärkt positionerna. Priserna uppges ha en blandad utveckling men ledningen uppger att man inte upplever samma press som tidigare år. Det är samtidigt en viss utmaning att rekrytera i en situation där lönenivåerna inom vårdsektorn är stigande. De två senaste kvartalen indikerar dock att bolaget har förmågan att hantera expansion och samtidigt hålla kostnadsinflationen under kontroll.

En högre expansionstakt och en bättre utväxling i marginalerna än vi räknat med bidrar till att vi höjer våra prognoser. Det nya avtalet med Trygg Hansa som presenterades häromveckan bidrar också till en mer optimistisk syn. Sammantaget har vi höjt omsättningsprognosen med tre procent för 2018 och fem procent för 2019. Den större höjningen för 2019 förklaras bland annat av att vi då räknar med full effekt av expansioner och nya avtal. De högre intäktsprognoerna medför tydliga uppjusteringar av våra förväntningar på marginalutveckling (vi höjer EBITDA-marginalerna till 7,2 procent (6,5) och 8,1 procent (6,9) för 2018 respektive 2019). Den större höjningen för 2019 hänger delvis samman med att vi bedömer att segmentet Vårdsamverkan kan vända till vinst under nästa år. Högre marginalantaganden renderar i sin tur klart höjda resultatprognoser.

## Prognoser



Källa: GHP (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

## Värderingsansats

För att värdera GHP har vi tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en jämförelsemodell vars utgångspunkt är noterade bolag med en snarlik verksamhet.

### Högre motiverat värde

Som utgångspunkt har vi använt en prognosperiod på tio år. För de närmaste fem åren har vi antagit en genomsnittlig tillväxt på sju procent per år, i linje med utvecklingen mellan 2012 och 2017. Vi har därefter räknat med att tillväxten successivt sjunker mot ett långsiktigt antagande om tre procent. Därefter har vi beräknat ett slutvärde baserat på långsiktiga tillväxt- och marginal-antaganden. Vi bedömer att rörelsemarginalen (EBITDA) kan klättra upp till åtta procent till följd av bättre kapacitetsutnyttjande och skalfördelar. Detta skulle i så fall understiga ett genomsnitt av var större noterade jämförelseobjekt ligger lönsamhetsmässigt idag (sju till åtta procent rörelsemarginal). Jämförelsen försvåras av en annorlunda geografisk mix, där marginalerna tenderar att vara lägre i Sverige.

Långsiktigt har vi i basscenariot räknat med en tillväxt om tre procent och en rörelsemarginal (EBIT) på fem procent. Vi bedömer att det motsvarar en EBITDA-marginal på knappt sju procent, det vill säga lägre än bolagets mål på tio procent. Vi har räknat med en riskpremie på 8,9 procent baserat på en antagen marknadsriskpremie på 6,5 procent plus ett småbolagstillägg på 2,4 procent (Källa: PwCs *Riskpremiestudien 2017*).

I ett optimistiskt scenario (BULL) har vi räknat med en högre genomsnittlig tillväxt kommande fem år på tio procent. Vi räknar här med att bolaget når den nedre gränsen för sitt marginalmål (EBITDA) om tio procent.

I ett pessimistiskt scenario (BEAR) räknar vi med en lägre genomsnittlig tillväxt kommande fem år på fem procent. Vi räknar med att bolaget kan nå en EBITDA-marginal på 6,7 procent, i linje med genomsnittet för de fem senaste åren.

I tabell nedan redovisas DCF-värderingen.



### DCF-värdering

	BEAR	BASE	BULL
wacc	6,9%	6,9%	6,9%
CAGR, 2017E - 2022P	5,0%	7,0%	10,0%
EBITDA-marginal 2022P	6,7%	8,0%	10,0%
Långsiktig tillväxt	3,0%	3,0%	3,0%
Rörelsevärde (EV), MSEK	688	911	1 206
Kassa, Mar-2018, MSEK	24	24	24
Räntebär. skulder, Mar-2018	142	142	142
Nettokassa, Mar-2018, MSEK	-117	-117	-117
Aktievärde, MSEK	571	793	1088
Antal aktier, miljoner	68,3	68,3	68,3
Motiverat värde per aktie, SEK	8,4	11,6	15,9

Källa: Jarl Securities

Vi har höjt det motiverade värdet i basscenariot med ca 14 procent till 11,6 kronor (10,2). Det motsvarar drygt 20 gånger vår vinstprognos för 2018 och drygt 14 gånger vårt vinstestimat för 2019.

## GHP värderas med viss rabatt med våra prognoser

I tabellen nedan listar vi ett urval av jämförelseobjekt för GHP Specialty Care med avseende vinstmultiplar. Jämförelsen störs dels av att flera bolag utgörs av större koncerner där specialistsjukvård endast är en del av verksamheten. Dessutom är många av de svenska bolagen verksamma inom omsorg

### Relativvärdering bolag inom vård- och omsorgssektorn

Bolag	Kurs	EV/EBIT 2018P	PE2018P
Capio	38,7	14,1x	11,1x
Ramsay Healthcare	63,3	15,2x	20,8x
Rhoen Klinikum	27,4	28,0x	41,9x
Attendo	85,6	16,9x	16,4x
Humana	50,8	10,7x	10,6x
Orpea	104,2	24,0x	27,0x
Korian	27,4	15,5x	21,4x
Générale de santé	19,0	24,0x	25,7x
Pihlajalinna	12,9	13,8x	18,6x
Genomsnitt		18,0x	21,5x
Median		15,5x	20,8x
GHP (JS prognos)	9,5	13,9x	16,8x
Värderingspremie/rabatt (median)		-11%	-19%
Implicit värdering (median), kr per aktie		10,8	11,8

Källa: Thomson Reuters, Jarl Securities

Baserat på våra vinstprognoser värderas GHP med en viss rabatt. En motsvarande värdering som för sektorn i stort skulle motsvara drygt 11 kronor per aktie för GHP. Vårt motiverade värde enligt basscenariot motsvarar drygt 20 gånger vinstprognosen för 2018 och drygt 14 gånger vår förväntade vinst för 2019.

## Om bolaget

GHP Specialty Care (GHP eller bolaget) är en sjukvårdskoncern med verksamhet i Norden (18 kliniker) och Förenade Arabemiraten (drift av fyra kliniker). Strategin är att bedriva specialiserad vård inom ett begränsat antal utvalda diagnosområden med ambitionen att bli en ledande aktör inom dessa specialistområden.

Affärsmodellen bygger på "kvalitet genom specialisering" det vill säga att erbjuda effektiv vård med hög kvalitet genom att bygga stora volymer inom specialistområdena. Klinikerna drivs i en decentraliserad struktur men samarbetar inom gemensamma specialistområden. GHP är verksamt inom ett tiotal specialistområden där rygg- och ortopedkliniker motsvarar majoriteten av omsättningen.

## Historik

GHP bildades 2006 av Per Båtelson, tidigare koncernchef på Capio, och Johan Wachtmeister, före detta Vd på Ledstierman. Samma år noterades bolaget på Londonbörsens AIM-lista. Bolaget expanderade snabbt via förvärv inledningsvis inom ryggkliniker. 2007 inleddes en satsning på fetmakirurgi och 2008 expanderades verksamheten inom dental-marknaden via förvärvet av Oradent AB. GHP:s expansion på fetma-kirurgiområdet präglades av betydande uppstarts-kostnader och möttes av bakslag efter beslut om minskade ersättningsnivåer på den danska marknaden. GHP har därefter lagt ned eller sålt kliniker inom området

utanför Sverige. Under 2012 till 2016 förbättrades lönsamheten tydligt drivet bland annat av ökande intäkter från sjukvårdsförsäkringar.

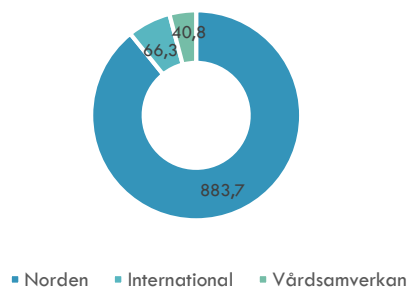
GHP:s försäljningsintäkter har vuxit från 276 miljoner kronor 2007 till 991 miljoner kronor 2017. Det motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxt om knappt 14 procent per år. Huvuddelen har skett organiskt eller genom uppstart medan uppskattningsvis en knapp femtedel tillkommit genom förvärv.

Bolaget har som mål att växa organiskt med i genomsnitt 15 procent per år och uppnå en EBITDA-marginal på minst 10 procent. Denna målsättning antogs under 2017, där det tidigare målet var att fördubbla omsättningen under en femårsperiod och nå en rörelsemarginal på sju till åtta procent.

## Ny segmentsindelning

Från och med tredje kvartalet 2017 har GHP infört en ny segmentsindelning där intäktsområdena utgörs av Norden, International och det nya affärsområdet Vårdsamverkan. Tidigare redovisades verksamheten utifrån i fem diagnos- eller verksamhetsområden; Spine/Orthopaedics, Gastro/Surgery, Arrhythmia/New Specialties, Dental och International.

### Omsättning per segment 2017, MSEK



Källa: GHP Specialty Care

## Norden – koncernens ryggrad

I Norden bedriver GHP 18 specialistvårdkliniker i Sverige och Danmark.

- Diagnosområdet Spine/Orthopaedics är det största och omfattar dels Ryggkirurgi/Ryggvård, dels Ortopedi. Under 2016 svarade Spine/Orthopaedics för 61 procent av koncernens försäljningsintäkter. Inom ryggåkomor fokuserar GHP på degenerativa skador det vill säga ryggproblem som normalt är åldersrelaterade som exempelvis diskbräck, stenosis och kroniska smärttillstånd. GHP står för omkring en fjärdedel av all ryggkirurgi i Sverige baserat på nationella register. Stockholm Spine Center, med kirurgiverksamhet på Löwenströmska Sjukhuset, som är den enskilt största kliniken inom hela GHP-koncernen och omsatte 166 miljoner kronor under 2016. Ortopediverksamheten fokuserar på idrotts- och förslitningsskador på rörelseapparaten. GHP Ortho Center Stockholm är ledande på knäplastik i Stockholm och GHP är också störst bland de privata vårdgivarna inom ortopedi i Malmö, Göteborg och Köpenhamn. Kliniken OPA i Århus i Danmark, som omsatte 29 miljoner DKK under 2016, har haft ett negativt resultat och avyttrades den 30 juni 2017.
- Verksamheten inom Gastro/Surgery bedrivs idag inom tre kliniker i Sverige. De största klinikerna är Kirurgikliniken i Stockholm och Stockholm Gastro Center. Den senare är en av de största specialistklinikerna inom Gastroenterologi (åkomor i mag- och tarmkanalen) i Sverige. Den något mindre kliniken Gastro Center i Skåne gav ett tydligt tillväxtbidrag och var en ljuspunkt under 2016. En drivkraft var fler behandlingar inom det nyligen lanserade urologiområdet. Vi bedömer att de underliggande marginalerna är goda i synnerhet för Gastroklinikerna.
- Diagnosområdet Arrhythmia/New Specialties omfattar GHP Arytmi Center i Stockholm, Urologi centrum, Idrottsmedicin och nyligen startade verksamheten inom Neurologi. GHP Arytmi Center är den omsättningsmässigt största kliniken. De är pionjärer på den svenska marknaden inom behandling av förmaksflimmer med tekniken magnetstyrd ablation. Verksamheten har fram till 2017 haft snabb tillväxt och har flest behandlingar per läkare inom området i Sverige. Kliniken har en övervägande del patienter från offentlig vård som kommer från landsting utanför Stockholm. Intäkterna under första halvåret 2017 minskade med knappt 20 procent.
- Inom Dental har GHP tre kliniker inom specialistvård plus ett tandtekniskt laboratorium. Klinikerna går under namnet Specialisttandläkarna. Den svenska tandvårdsmarknaden är mycket fragmenterad och uppgår till cirka 25 miljarder kronor fördelat på över 4 400 mottagningar enligt TLV. Den offentliga finansieringen via landsting och statligt högkostnads skydd svarar för cirka nio miljarder kronor. Efter en snabb uppgång under 2000-talet med en topp kring införandet av högkostnadsreformen 2008 har marknadstillväxten avmattats. Området uppges dock ha haft en god utveckling den senaste tiden. Dentalområdet skiljer sig från de övriga verksamheterna vad gäller marknads- och kundstruktur. GHP har inte genomfört någon expansion vare sig i form av uppstart eller förvärv under de senaste åren.

Enheterna vore sannolikt attraktiva för en större tandvårdskoncern. Fördelen för GHP med att behålla Dentalområdet är att det innebär en viss riskspridning. Det talar emot en försäljning på kort sikt enligt vår bedömning.

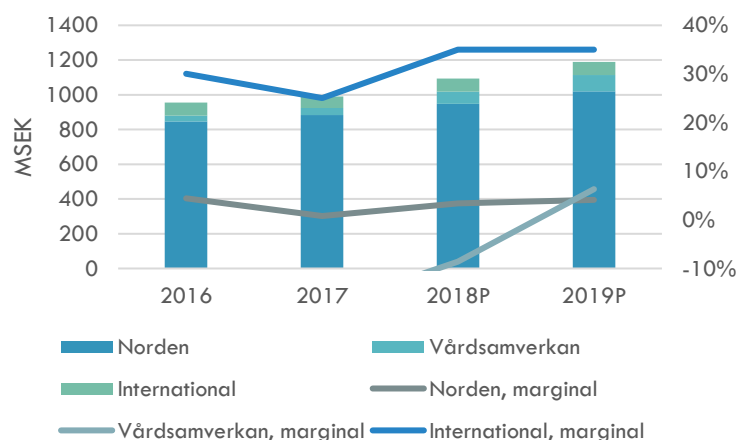
### Betydande expansionsmöjlighet för International

Diagnosområdet International omfattar verksamheten i Förenade Arabemiraten där GHP sedan 2008 drivit diabetesvård på ett center i emiratet Ajman. Under 2015 vann GHP en upphandling att driva ytterligare tre kliniker. Detta avtal ledde till en kraftig omsättningsökning under förra året.

GHP får kostnadstäckning och ytterligare ersättning baserat på en stor mängd kvalitets- och effektivitetsmått. Den höga marginalen beror på att det är ett managementavtal och att GHP endast anställer ledningspersonal. GHP satsar på att vinna ytterligare liknande avtal i regionen.

Affärsområdet har seglat upp som en betydande vinstmotor i koncernen. Visibiliteten är samtidigt låg då vi inte känner till villkoren i management-avtalen. Verksamheten binder också en del kapital på grund av långa betaltider. Under 2017 föll intäkterna vilket uppges bero på att implementering av kvalitetshöjande åtgärder inte fått fullt genomslag ännu. Dollarförsvagningen har också spelat in eftersom valutan i Förenade Arabemiraten har en fast växelkurs knuten till dollarn. Det finns goda expansionsmöjligheter framöver: Ett exempel är ett pågående samarbete för att etablera ett sjukhus för rehabilitering av neurologiska skador i regionen. Partnern är Integra Healthcare där GHP blir operatör under förutsättning att finansiering kan säkras. GHP ser en potential att höja intäkterna med 50 procent på sikt om projektet blir verklighet.

### Omsättning och marginal per segment



Källa: GHP Specialty Care (utfall), Jarl Securities (prognoser)

## Vårdsamverkan - ny affärsmodell för att parera marginalpress

Ersättningsmodellerna i offentliga upphandlingar och vårdval bygger i stor utsträckning på ett pris/ersättnings-förhållande per åtgärd. Detta har bidragit till ovan nämnda prispress samtidigt som det finns ett incitament att utföra många åtgärder per patient. En utmaning för GHP är att samtidigt som ersättningar per ingrepp i snitt går ner varje år så har vårdsektorn en snabb löneutveckling.

För att motverka denna utveckling arbetar bolaget med ett koncept kallad Vårdsamverkan eller Totalvård som går ut på att ta ett ansvar för hela behandlingen av en patient eller grupp. Betalningsmodellen är ett belopp per försäkringstagare oavsett om den söker vård eller inte. Modellen används för en del försäkringsskador (i dagsläget finns ett samarbete med Skandia) och GHP uppger att det leder till bättre resursförbrukning och ett högre kvalitetsutfall för patienten.

Under tredje kvartalet 2017 lanserades ett samarbete med Trygg Hansa där GHP ansvarar för all vårdplanering åt försäkringsbolaget. GHP får ersättning för att driva ett callcenter. GHP kan anlita sina kliniker men även externa vårdgivare åt Trygg Hansas kunder. Trygg Hansa är en stor aktör på marknaden för sjukvårdsförsäkringar och samarbetet ger möjlighet att knyta närmare band till denna kund. Det i kombination med annonserade expansioner har troligen bidragit till att GHP i början av 2018 tilldelades ansvar för Trygg Hansas samtliga patienter med skador på rörelseapparaten. Därtill får GHP ökad kunskap om försäkringspatienternas behov vilket bolaget kan utnyttja för att utveckla och rikta satsningar inom specialistsjukvård.

## Ledning och ägare

### Ledande befattningshavare

#### Verkställande direktör

Daniel Öhman har varit verksam i koncernen under större delen av sin yrkesverksamma karriär. Han har tidigare varit Vd för GHP:s dotterbolag GHP Ortho Center IFK-Kliniken och är även Vd för verksamhetsområde Västra Götaland. Öhman tillträdde som Vd i november 2013. Hans egna samt närståendes innehav uppgår till 34 400 aktier och Öhman äger även 239 500 konvertibler i GHP.

#### Ordförande

Carsten Browall är ordförande sedan 2016 och har en bakgrund med ledande befattningar i bland annat Mölnlycke Healthcare, Nobel Biocare och Capio. Browall med närstående äger cirka 350 000 aktier i GHP.

### Starka profiler i ägarbilden

Metroland BVBA är den störste ägaren. Detta bolag ägs huvudsakligen av Bo Wahlström som är styrelseledamot i GHP. Han har även kopplingar till Stena-sfären och sitter i styrelsen för Stena Adactum.

I juni 2017 skedde en större ägarförändring då den näst störste ägaren Annedalskliniken sålde hela sitt innehav (13,4 procent av kapitalet). Under hösten har Grenspecialisten blivit en ny storägare. Grundarna Per Båtelson och Johan Wachtmeister återfinns också högt upp på ägarlistan.

GHP har ett konvertibelprogram riktad till ledande befattningshavare. Det finns 958 000 konvertibler med ett lösenpris om 9,67 kronor per aktie. Det löper till år 2020 med en ränta om STIBOR plus tre procent.

---

#### Tio största ägare per 2018-03-29

	<b>% kapital</b>
Metroland BVBA	26,9
Johan Wachtmeister	7,0
Martin Gren (Grenspecialisten)	6,0
Per Båtelson	5,3
Dunross & Co AB	5,0
Fjärde AP-fonden	4,9
Nordnet Pensionsförsäkring	4,3
Roger Holtback	2,6
Avanza Pension	2,2
Skandinaviska Enskilda Banken S.A, W8IMY	1,9

Källa: GHP Specialty Care

---

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.