

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper  
Magisteruppsats 30 hp | Företagsekonomi | VT 2014

# Finansiell strategi inom den privata vårdsektorn

Författare: Simon Dahlgvist och Robert Johansson

Handledare: Malin Gawell och Besrat Tesfaye

Examinator: Yohanan Stryjan

## **Förord**

*Inledningsvis vill vi tacka våra handledare Besrat Tesfaye och Malin Gawell för handledningen genom denna uppsats. Vi vill även tacka våra opponenter för konstruktiv kritik och råd.*

*Vidare vill även tacka Marcus Box för inspiration, vägledning och stöd under uppsatsprocessen och Jan Johansson för hjälp med värdefull kunskap och tankar kring ämnesområdet.*

---

Simon Dahlqvist

---

Robert Johansson

# Sammanfattning

**Titel:** Finansiell strategi inom den snabbväxande privata vårdsektorn

**Bakgrund:** Den privata vårdsektorn är en sektor som karaktäriseras av stark tillväxt. Behovet av vård kommer alltid att finnas och i takt med att människan lever längre ökar även trycket på vården. Den privata vårdsektorn har skapat en debatt i samhället där man ifrågasätter att offentliga medel går till vinster i privata vårdföretag. Därav är det av allmänt intresse att analysera vårdföretagens ekonomiska utveckling och risk.

**Syfte:** Att utreda vilka finansiella strategier privata vårdföretag tillämpar och om de byggt upp tillräcklig finansiell styrka (kapitalstruktur) för en långsiktig utveckling.

**Metod:** Uppsatsen bygger på en kvantitativ metod där information baseras på årsredovisningar under en 10-årsperiod. Utifrån den finansiella informationen beräknas nyckeltal för att beskriva företagens kapitalstruktur och prestation. Därefter görs en ingående analys av resultat- och balansräkning för respektive företag. Uppsatsen använder sig av hävstångsformeln som huvudsakligt analysverktyg för att analysera om företagen vinstmaximerar eller om de har en mer långsiktig finansiell strategi för att uppnå finansiell styrka.

**Resultat, slutsatser:** Genom vår analys av vårdföretagens rörelserisk har utredningen funnit att en rimlig balans mellan rörelserisk och finansiella styrka uppnås vid en soliditet på 40 % som är genomsnittet för bolag på Stockholmsbörsen. De små vårdbolagen (som är den dominerande företagsformen) uppnår mer än väl balans mellan rörelserisk och finansiell styrka. Deras soliditet uppgår i regel till ca 50 %. Företagen har hög lönsamhet och som finansiell strategi väljer de att inte vinstmaximera genom att belåna sig och utnyttja hävstångseffekten. Tre av de marknadsledande företagen har en dålig lönsamhet och en soliditet som är betydligt lägre än börsgenomsnittet. Den låga soliditeten kompenseras helt eller delvis av att företagen har starka ägare med möjlighet att tillföra kapital via aktieägartillskott och nyemissioner vid behov. Den fjärde av de marknadsledande större vårdföretagen har hög lönsamhet och högre soliditet än börsgenomsnittet. Även detta företag väljer att liksom de mindre vårdföretagen att inte belåna sig och utnyttja hävstångseffekten för att maximera vinster.

**Nyckelord:** Kapitalstruktur, Hävstångseffekt, Finansiell strategi, Privata vårdsektorn, Soliditet

## **Abstract**

**Title:** Financial strategy in the fast growing private health sector

**Background:** The private health sector is a sector that is characterized by growth. The need for care will always be, and as the human lives longer it will also increase the pressure on health care. The private health sector has created a debate in the community in which the dividends allocation is being questioned. Hence, it is of general interest to analyze healthcare companies' financial performance and risk.

**Purpose:** To investigate the financial strategies that private health care companies apply and if they have built up sufficient financial strength (capital structure) for long term development.

**Methodology:** The essay is based on a quantitative method where information is based on annual reports over a 10-year period. Based on the financial information financial ratios are calculated to describe firms' capital structure and performance. Thereafter, a detailed analysis of the income statement and balance sheet is made for each company. The essay uses effects of leverage as the main analytical tool for analyzing how firms maximize profits or if they have a more long-term financial strategy.

**Conclusion:** Through our analysis of healthcare companies operating risk, the investigation found that a reasonable balance between business risk and financial strength is achieved at an equity ratio of 40 % which is an average for companies on the Stockholm stock exchange. The small healthcare company (which is the dominant company form) achieve a balance between business risk and financial strength. Their equity ratio is usually around 50 %. Companies have high profitability and as financial strategy they choose not to maximize profits by leveraging themselves and use the effects of leverage. Three of the market leaders have a poor performance and a solvency that is significantly lower than the market average. Their strong owners compensate the low equity ratio with the ability to provide capital through shareholder contributions and new issues as necessary. The fourth of the leading major healthcare companies have high profitability and higher solvency than the market average. This company also choose to, like the smaller healthcare companies not to use leverage and use the effect of leverage to maximize their profit.

**Key words:** Capital Structure, Leverage, Financial strategy, Private health sector, Solvency

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Tillväxtens relevans .....	2
1.2 Vårdsektorn.....	4
1.3 Kapitalstruktur .....	5
1.4 Problemdiskussion .....	6
1.5 Frågeställning.....	7
1.6 Syfte .....	7
1.7 Avgränsningar .....	7
<b>2. Teoriapplicering</b> .....	<b>8</b>
2.1 Trade-off teorin .....	8
2.2 Pecking order teorin.....	9
2.2.1 Asymmetrisk information .....	10
2.3 Free Cashflow teorin.....	11
2.4 Tidigare forskning.....	12
<b>3. Metod och forskningsdesign</b> .....	<b>17</b>
3.1 Tidsperspektiv .....	18
3.2 Urval .....	18
3.3 Operationalisering .....	19
3.4 Företagen.....	27
3.5 Bortfall .....	20
3.6 Analysmetod .....	20
3.7 Nyckeltal .....	23
3.8 Soliditet .....	24
3.9 Metodkritik.....	25
<b>4. Vårdsektorns rörelserisk</b> .....	<b>27</b>
4.1 Analys av finansiell strategi och kapitalstruktur inom den privata vårdsektorn .....	30
Cario koncernen .....	30
Cario Primärvård AB .....	32
Cario Närsjukvård AB .....	33
Aleris Koncernen .....	34
Aleris AB.....	35
Legevisitten AB .....	36
Praktikertjänst AB (Koncernredovisning).....	37
CityAkuten i Praktikertjänst AB (helägt dotterbolag till Praktikertjänst AB).....	38
Din Vårdcentral Bagarmossen AB.....	39
Mottagningen Sjöstaden AB .....	40
Täby Centrum Doktorn AB.....	41
Djursholmsdoktorn AB .....	42
Kvartersakuten Matteus AB .....	43
VÅKRO AB.....	44
Tveta HälsoCentral AB .....	45
Fornhöjdens Vårdcentrum AB .....	46
<b>5. Resultat</b> .....	<b>47</b>
5.1 Bidrag till ämnesområdet .....	49
5.2 Förslag till fortsatt forskning.....	49
<b>7. Källförteckning</b> .....	<b>51</b>
7.1 Tryckta källor.....	51
7.2 Källor på internet.....	54
<b>8. Bilagor</b> .....	<b>56</b>
Bilaga 1. Lista på vårdföretag i Stockholmsområdet .....	56

## Figurförteckning

<i>Figur 1. Illustrerar vårdcentralernas utveckling och skiljer på privata och landstingsägda .....</i>	<i>3</i>
<i>Figur 2. Optimal kapitalstruktur enligt Trade-off teorin .....</i>	<i>8</i>
<i>Figur 3. Illustration över undersökningens tidsperspektiv.....</i>	<i>18</i>
<i>Figur 4. Illustration över undersökningsurvalet .....</i>	<i>19</i>
<i>Figur 5. Sammanfattande figur av vårdsektorns finansiella strategier.....</i>	<i>47</i>

## Tabellförteckning

<i>Tabell 1 Capio koncernen .....</i>	<i>30</i>
<i>Tabell 2 Capio Primärvård AB .....</i>	<i>32</i>
<i>Tabell 3 Capio Närsjukvård AB .....</i>	<i>33</i>
<i>Tabell 4 Aleris koncernen.....</i>	<i>34</i>
<i>Tabell 5 Aleris AB .....</i>	<i>35</i>
<i>Tabell 6 Legevisitten AB.....</i>	<i>36</i>
<i>Tabell 7 Praktikertjänst AB Koncernen .....</i>	<i>37</i>
<i>Tabell 8 CityAkuten Praktikertjänst AB (Helägt dotterbolag till Praktikertjänst AB).....</i>	<i>38</i>
<i>Tabell 9Din Vårdcentral Bagarmossen AB.....</i>	<i>39</i>
<i>Tabell 10Mottagningen Sjöstaden AB.....</i>	<i>40</i>
<i>Tabell 11Täby Centrum Doktorn AB.....</i>	<i>41</i>
<i>Tabell 12 Djursholmsdoktorn AB.....</i>	<i>42</i>
<i>Tabell 13Kvartersakuten Matteus AB .....</i>	<i>43</i>
<i>Tabell 14VÅKRO AB.....</i>	<i>44</i>
<i>Tabell 15Tveta HälsoCentral AB .....</i>	<i>45</i>
<i>Tabell 16Fornhöjdens Vårdcentrum AB .....</i>	<i>46</i>

## 1. Inledning

Vårdbranschen har sedan mitten på 1990-talet utvecklats till att bli en mycket tilltalande marknad för entreprenörer och investerare i och med privatiseringen av vården. Den privata vård- och omsorgsbranschen har utvecklats och nettoomsättningen har ökat från drygt 51,3 mdkr (år 2007) till 85,1 mdkr (år 2011) en tillväxt med 66 % vilket leder till en ökning av landets BNP.<sup>1</sup> Antalet medarbetare inom den privata vårdsektorn har vuxit från 78 011 till 118 554, en ökning med 52 %. Antalet privata vårdföretag uppgick till 10 622 år 2011. Den privata vården har väckt en debatt angående vårdföretagarnas ansvar. De åsikter man ställer sig frågande till är huruvida de privata aktörerna väljer att disponera företagets vinstmedel, samtidigt som de privata aktörerna hävdar att deras ökade effektivitet bidrar till att de kan göra vinster. Mot bakgrund av de stora vinsterna som privata vårdföretag har gjort drev 2004 bland annat vänster blocket (s, mp, v) frågan om privata aktörer skall få gå med vinst.<sup>2</sup> Än idag förs diskussionen om vad privatiseringen av vårdbranschen medför för konsekvenser.<sup>3</sup>

De nya förutsättningarna inom vårdsektorn har bidragit till nya möjligheter för de aktiva aktörerna på marknaden. Likt vårdbranschen genomgick skolbranschen en privatisering och har sedan 90-talet uppvisat tillväxt i antalet friskolor som finansieras delvis av offentliga medel.<sup>4</sup> Företagen inom skolbranschen ställs inför svåra val kring hur finansieringen av dessa företag skall maximera effektiviteten. Därför blir förhållandet till risk en viktig fråga för ägarna och även samhället i allmänhet då vården påverkar hela samhällsstrukturen och inte bara företagets överlevnad. John Bauer koncernen som drev flertalet gymnasieskolor hade för hög risk vilket ledde till konkurs och eleverna blev utsatta för en väldigt hög påfrestning där man helt enkelt fick byta lärosäte. John Bauers konkurs var en effekt av deras höga belåning som bidrog till dålig uthållighet och höga räntekostnader.<sup>5</sup>

Samhällets omvandlingstryck har lett till att kreditmarknaden är en viktig komponent i samhällsekonomin och nu även för den privata vårdsektorn. Kontinuerligt startas det en mängd nya företag som kommer stå inför valet i hur man ska finansiera bolaget för att möjliggöra och realisera sin affärsidé. En god kapitalstruktur möjliggör för företagen att kunna koncentrera sig på sin affärsidé utan att behöva handskas med finansiella problem. Detta gör att ämnet som berörs blir aktuellt och

---

<sup>1</sup> Branschrapport., 2013., ”Vård och omsorgsbranschens utveckling 2007-2011”., Vårdföretagarna

<sup>2</sup> <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2576527.ece>

<sup>3</sup> SVD., 02-07-2014., ”Vårdcentraler misstänks för diagnosfusk”., s.12

<sup>4</sup> <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Valfarden-i-privat-regi/Skolan-i-privat-regi/Antal-friskolor-i-Sverige/>

<sup>5</sup> <http://www.dn.se/ekonomi/john-bauer-elever-snuvades-pa-200-miljoner/>

intressant att studera. Hur kapitalstrukturen förändras inom vårdbranschen kan jämföras och analyseras tillsammans med de teorier som berör ämnet om optimal kapitalstruktur.

Privatiseringen har skapat en het debatt kring effektiviteten och vinster i vårdbranschen.

Konkurrensverket menar att i teorin bör en privatisering av vårdbranschen leda till att förädlingsvärdet per anställd (effektiviteten) blir högre. Konkurrensverket har även gjort en forskningsrapport där det framgår att de privata företagen är relativt effektivare än de offentligt ägda.<sup>6</sup> Samtidigt förs en diskussion om hur effektiv skattefinansieringen av vården är. Enligt en artikel från Dagens Industri i oktober 2011 har vårdbranschen gått från monopol till en oreglerad marknad med skattefinansiering och det leder till att vårdbranschen blir en guldgruva för de privata företagen.<sup>7</sup> Dagen efter publicerar Dagens Industri ytterligare en artikel om vårdbranschen och att åtta av tio företag går med vinst i vårdbranschen. Dessutom förväntas ca 30 % av företagen göra en utdelning till aktieägarna enligt undersökningen.<sup>8</sup> De vinster som genereras i vårdbolagen har även fått stor uppmärksamhet i media. Bland annat har Expressens skribent Lars Lindström skrivit en artikel om hur vårdbolag som Carema och Capio (Carema primärvård är numera uppköpt av Capio) har ägare som befinner sig i skatteparadis. Lars Lindström påpekar också att insynen i dessa välfärdsföretag minskar och att det blir svårare att förstå ägarstrukturen i företagen.<sup>9</sup> Vänsterpartiet skriver i en studie om riskkapitalbolag att de tar pengar från den svenska vården. Av de då fem största företagen inom vårdbranschen var tre av dessa företag ägda av riskkapitalbolag (Aleris, Capio och Carema). Enligt vänsterpartiet har 9,2 miljarder kronor fördelats på sex personer via utdelning på obeskattade vinster från riskkapitalbolag i skatteparadis.<sup>10</sup> Ovanstående faktorer ligger till grund för den debatt som idag förs i samhället kring privatiseringen av vården.

## 1.1 Tillväxtens relevans

Företagen inom Sveriges näringsliv är viktig faktor i Sveriges ekonomiska utveckling. Tillväxtföretag är företag som växer snabbare än andra företag inom branschen och därmed mer till den ekonomiska utvecklingen. Tillväxt i företag kan ske på två sätt, antingen växer företagen organiskt genom egen kraft, till exempel genom innovationer som ökar försäljningen. Företag kan även växa genom uppköp då verksamheten ökar i storlek. Tillväxtföretag bidrar till att sysselsättningsgraden i företagen ökar och på så sätt sysselsättningen i samhället. Därför är tillväxtföretag intressanta att studera då de spelar en

---

<sup>6</sup> Heyman. F, Norbäck. P, Persson. L., 2012., ”konkurrens-och effektivitetseffekter av privatiseringar”, Uppdragsforskningsrapport 2012:4, Konkurrensverket

<sup>7</sup> <http://www.di.se/artiklar/2011/10/5/vardbolagen-graver--guld-i-sverige/>

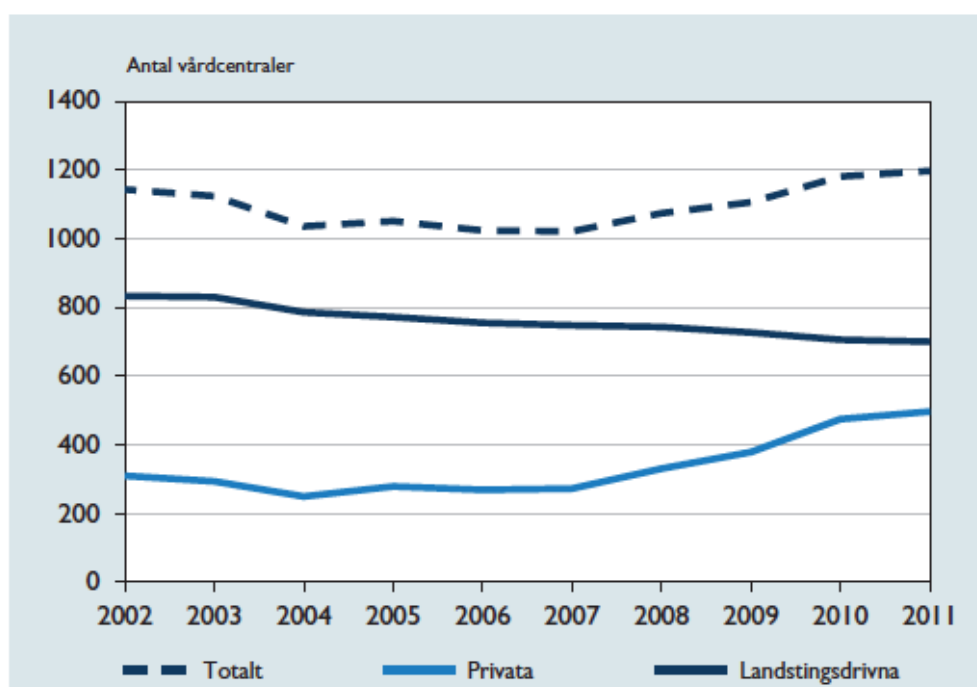
<sup>8</sup> <http://www.di.se/artiklar/2011/10/6/atta-av-tio-gor-vinst-i-varden/>

<sup>9</sup> <http://www.expressen.se/nyheter/dokument/valfardens-vinster-gar-till-skatteparadis---som-hardgranskas/>

<sup>10</sup> Vårda riskkapitalbolag – Vänsterpartiets undersökning av privata vårdföretag i Stockholms län 2011

så stor roll i det ekonomiska systemet och för ekonomins utveckling. Tillväxtföretag är ett väl studerat ämne men långt ifrån alla problem är lösta och det finns fortfarande många frågetecken kvar att lösa.<sup>11</sup>

Den starka tillväxten inom den svenska privata vårdsektorn sker inte i huvudsak genom att företagen växer utan genom att andelen företag växer kraftigt. Vårdsektorn är en småföretagarbransch. SME-företag (small and medium-sized) med under 250 anställda omsätter 59 procent av branschens totala nettoomsättning.<sup>12</sup> Av vårdföretagarnas branschrappport framgår också att mindre företag har högre lönsamhet än större företag, vilket enligt vår mening kan tyda på att branschen inte har några skalfördelar.



Figur 1. Illustrerar vårdcentralernas utveckling och skiljer på privata och landstingsägda vårdcentraler i Stockholms län.

Källa: Statistik om hälso- och sjukvård samt regional utveckling, SKL.<sup>13</sup>

Figur 1 ovan illustrerar vårdcentralernas utveckling i antal inom Stockholms län. Som framgår har branschen som helhet har växt sedan 2004. Ökningen förklaras genom den stora ökningen av privata vårdcentraler. Samtidigt har de offentligt ägda vårdcentralerna avtagit och minskat i antal. Tillväxten i vårdbranschen kan till stor del förklaras genom tillväxten av privata aktörer samtidigt som de offentliga vårdinrättningarna minskar. Det tyder på att de privata aktörerna spelar en större roll i dagens vårdsektor än för tio år sedan. Trenden pekar även på att allt fler privata vårdenheter kommer inrättas samtidigt som de offentliga avtar.

<sup>11</sup> Blixt, L., 1997., "Tillväxtföretag i Sverige", Working paper, Stockholm: Nutek. s. 21-29

<sup>12</sup> Branschrappport., 2013., "Vård och omsorgsbranschens utveckling 2007-2011", Vårdföretagarna

<sup>13</sup> [http://www.socialstyrelsen.se/publikationer2013/2013-2-2/Documents/2013-2-2\\_Halso-ochsjukvard.pdf](http://www.socialstyrelsen.se/publikationer2013/2013-2-2/Documents/2013-2-2_Halso-ochsjukvard.pdf)

## 1.2 Vårdsektorn

Vårdbranschen har historiskt sätt varit en bransch där kommuner och landsting har varit aktörer på marknaden. Under slutet på 1990-talet ökade antalet privata aktörer på marknaden som utför uppdrag åt kommuner och landsting. Genom det fria vårdvalet erbjuds alternativet mellan privata/kommunala vårdcentraler och det har bidragit till att en helt ny marknad inom vårdsektorn har växt fram.<sup>14</sup>

Vårdsektorn har under 2000-talet ökat dramatiskt i antalet privata vårdenheter. Mellan åren 2007 – 2011 har omsättningen ökat med 10 % per år och sysselsättningen har ökat med 8,6 % per år.<sup>15</sup> Det har gjort att entreprenörer ser en chans att agera på en relativt ny marknad som har en hög tillväxt vilket har gjort att aktörerna och sysselsättningen har ökat kraftigt. En anledning till det ökade antalet privata aktörer är att kommunalt ägda vårdcentraler säljs ut för upphandling till högstbjudande aktörer.<sup>16</sup>

Vårdsektorn är en personalintensiv sektor vilket betyder att företagets kapitalkostnader till stor del går till personalen. Vinstmöjligheterna inom vårdsektorn har lett till att riskkapitalbolag blivit allt mer vanlig som ägare för företagen vilket har bidragit till motstånd från politiker då detta ses som en kortsiktig och riskabel lösning.<sup>17,18</sup>

Vårdbranschen kännetecknas av ersättningsmodeller som alla grundar sig i att privata aktörer får en rörligt offentlig ersättning mot bakgrund av hur stor prestationen är. Dessa ersättningsmodeller skiljer sig åt mellan länen i Sverige.<sup>19</sup> Genom ersättningsmodellerna blir konsekvensen att pengar som tidigare gått till vårdcentraler i kommuner och landstingen nu istället gått till privata företag som erbjuder samma typ av vård. Genom bidragen kan de verksamma företagen få en återkommande inkomst som gör att branschen blir speciell och isolerad. Genom detta blir det svårt att jämföra vård- och omsorgsbranschen med andra branscher. Undantaget som vi har identifierat är skolbranschen som visar på likheter med vårdsektorn där även finansieringen till viss del sker genom offentliga medel.

De privata aktörerna som har anlåtts på uppdragen av landstinget följer ett ersättningssystem som kallas ACG-system (Adjusted Clinical Group-system). Systemet går ut på att de privata vårdcentralerna erhåller ersättning som är beräknat på antalet patienter som vårdas och vilken diagnos som patienterna får. Detta ger upphov till en mer företagsinriktad sjukvård där effektivitet lönar sig genom mer ersättning. Detta ersättningssystem har dock fått hård kritik i media då man anser att

---

<sup>14</sup> <http://www.1177.se/Stockholm/Regler-och-rattigheter/Vardval/?ar=True>

<sup>15</sup> <http://www.vardforetagarna.se/fakta-och-debatt/rapporter-och-publikationer/branschrapport-vard-och-omsorgsbranschens-utveckling-2007-2011>

<sup>16</sup> <http://www.sll.se/sll/templates/NormalPage.aspx?id=14>

<sup>17</sup> <http://www.dn.se/nyheter/politik/fp-inga-riskkapitalbolag-i-varden/>

<sup>18</sup> [http://storstockholm.vansterpartiet.se/files/2011/04/Varda\\_riskkapital\\_rapport\\_2011.pdf](http://storstockholm.vansterpartiet.se/files/2011/04/Varda_riskkapital_rapport_2011.pdf)

<sup>19</sup> <https://www.vardforbundet.se/Documents/Rapporter/Nationella/Ersattningsmodeller%20i%20Primarvarden.pdf>

kvantiteten ibland går före kvaliteten.<sup>20</sup> Uppsatsen avser att analysera om detta även avspeglas i företagens kapitalstruktur då viss kritik angående vinstdisponeringen finns. Vinstdisponeringen påverkar i sin tur företagens risk och kapitalstruktur och detta blir i sin tur avgörande för företagens långsiktiga hållbarhet.

### 1.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen för ett företag beskriver i enkla drag förhållandet i finansieringen mellan skulder och eget kapital. De två vanligaste typerna av finansiering är interna medel, lån från kreditgivare samt finansiering genom eget kapital (aktiekapital). Studien behandlar kapitalstrukturens beräkningar baserade på det bokförda värdet. Alternativet marknadsbaserade värden är inte möjligt eftersom inga vårdbolag är börsnoterade. Kapitalstrukturen för företagen indikerar på olika strategier och risker som företag förhåller sig till. Finansiering genom lån innebär att bankerna kräver räntekostnader samt amortering enligt plan för det belånade företaget. Fördelarna med detta är att företaget fritt kan allokera de finansiella resurserna. Kostnaderna för lån blir oftast lägre än ägarnas avkastningskrav, vilket gör att lån ofta kan bli ett billigare alternativ för etablerade företag. Finansiering genom det egna kapitalet innebär däremot mindre risktagande då aktiekapital inte kräver någon räntebetalning. Dock kan kostnaderna bli högre då aktieägarna kräver en viss avkastning på riskerat kapital som ofta överstiger belåningsräntan. Finansiering genom eget kapital gör även att aktieägarna vill vara med och påverka investeringar och fördelningen av kapitalet. I diskussionen om kapitalstruktur är det svårt att definiera hur en lyckad struktur bör se ut. Strukturen är beroende på företagets premisser, bransch, storlek etc. vilket gör det svårt att definiera en lyckad generaliserbar kapitalstruktur för alla företag.<sup>21</sup> Men enligt tidigare forskning av Harris och Raviv<sup>22</sup> framkommer att kapitalintensiva branscher som kräver mycket anläggningstillgångar generellt har en högre skuldsättning. Vilket är relevant att bära med sig genom denna studie då vårdcentraler är en relativt personalintensiv och inte kapitalintensiv arbetsplats.<sup>23</sup> Detta bör enligt Harris och Ravivs studie leda till att skuldsättningsgraden hos de privata aktörerna bör vara relativt låg.

Soliditet är en annan viktig komponent när det handlar om risk och kapitalstruktur. Soliditet betyder långsiktig betalningsförmåga och beskriver förhållandet mellan eget kapital och tillgångar. Detta beskriver hur väl ett företag klarar av sämre resultat över tid. En låg soliditet innebär därmed en högre

---

<sup>20</sup> <http://www.dn.se/debatt/stockholmsdebatt/ersattningssystemet-gor-varden-i-stockholm-ojamlik/>

<sup>21</sup> Ross, A, Westerfield, R, Jeffrey, J., 2005., "Corporate Finance"., International Edition, 7:e upplaga, s 369-370

<sup>22</sup> Milton, H, Raviv, A., 1991., "The Theory of Capital Structure"., The Journal of Finance. Vol. 46, Issue 1 No.1, pp. 297-355

<sup>23</sup> Hagberg, A., 2012., "Lönsamhet och Finansiell flexibilitet – Rederinäringen i Sverige 1997- 2006"., BAS

risk då man inte klarar ett sämre resultat lika länge som man hade gjort med en god soliditet. Samtidigt är en alltför hög soliditet inte effektivt för ett företag då avkastningskraven bli högre och som hävstångseffekten beskriver blir avkastning lägre per aktie. En hög soliditet kan även bidra till att omsättningen i kapital sjunker, vilket är ineffektivt för företagen.<sup>24</sup>

## 1.4 Problemdiskussion

Den privata vårdsektorn har under en tid varit omdebatterad inom olika medier där vinstutdelningar stått i centrum för debatten. Denna marknad är i fokus för investerare eftersom det är möjligt att göra vinster på en verksamhet som är baserad på offentligt bidrag för vård av patienter. Det har dessutom varit många vårdföretag tillgängliga för upphandling för privata aktörer. Den privata vårdsektorn har en mycket stark tillväxt mot bakgrund att människor blir fler till antalet och lever längre.

I och med den växande trenden av privat primärvård innebär det en stor affärsmöjlighet för investerare. I liknande branscher (skolbranschen) har man sett att det finns tendenser för hög belåning som i vissa fall har lett till att företag har gått i konkurs. Därför är det intressant att studera hur kapitalstrukturen förändras i denna snabbt växande privata vårdsektor. Har till exempel vårdsektorn, som genomgått en kraftig förvandling en tillräckligt stark kapitalstruktur för att överleva om marknaden skulle stagnera, till exempel på grund av politiska beslut om ändrade kvalitetskrav skulle eventuellt vara en bidragande faktor till lägre vinstmöjligheter.

Likt skolbranschen har de marknadsledande företagen inom vårdsektorn enligt media uppvisat stora vinster och god tillväxt efter privatiseringen. Inom debatten om skolbranschen har det då uppstått frågor om att eleverna inte längre prioriteras och att sparsamma strategier gör att eleverna får sämre förutsättningar ett exempel som drabbade branschen negativt var fallet John Bauer.<sup>25</sup> När väl John Bauer-koncernen började visa tecken på dålig ekonomi valde koncernen att belåna sig för fortsatt överlevnad, men detta ledde istället till att koncernen blev tvungen att försättas i konkurs. Detta drabbade både koncernen i sig men även de elever som gick på skolorna som tvingades att söka sig till andra lärosäten. Sjukvården bygger på samma premisser i och med privatiseringen av vården. Går en vårdcentral i konkurs är det inte bara företaget som drabbas av konkursen utan även dess patienter och samhället.<sup>26</sup>

Den privata vårdsektorn är en relativt ny sektor med hög tillväxt det senaste decenniet och genom att människor blir allt äldre blir vårdsektorn ett intressant analysobjekt. Därför är det av allmänt intresse att analysera vårdföretagens finansiella styrka då samhället är beroende av vårdföretagens existens.

---

<sup>24</sup> Lönnqvist, R., 2012., ”Årsredovisning i koncerner”., Studentlitteratur s. 220

<sup>25</sup> <http://www.sydsvenskan.se/sverige/kritik-mot-john-bauer-skolor/>

<sup>26</sup> [http://www.svd.se/naringsliv/en-miljard-fattas-i-jb-konkurs\\_8400886.svd](http://www.svd.se/naringsliv/en-miljard-fattas-i-jb-konkurs_8400886.svd)

Ytterligare ett skäl till att analysera den privata vårdsektorn finns i den kritik och debatt som förs om den privata vårdsektorn som kort nämnts ovan. Det är också intressant att belysa de privata vårdföretagens avvägning mellan vinst och finansiell styrka.

Undersökningar om kapitalstrukturen inom vårdsektorn är tämligen obelyst i dagsläget vilket gör denna undersökning relevant. Denna studie ger därför ett bidrag till forskningen inom den privata vårdsektorn.

## **1.5 Frågeställning**

Vilken finansiell strategi tillämpar de privata vårdföretagen med avseende på intern finansiering, lån och eget kapital och i vilket utsträckning har de privata vårdföretagen balans mellan finansiell styrka (kapitalstruktur/soliditet) och rörelserisk?

Vi avser göra en studie som baserar sig på företag inom vårdsektorn. Vi kommer kategorisera företagen i marknadsledande samt mindre företag som representerar urvalet för undersökningen. Undersökningen baseras på finansiell information som kan utlysas ur årsredovisningar och finansiella rapporter som finns publicerat. Med hjälp av den insamlade data kan nyckeltal beräknas för att se hur kapitalstrukturen förändrats över tid. Kapitalstrukturen ger en indikation på företagets förhållande till risk och företagets finansierings strategi.

## **1.6 Syfte**

Syftet med studien är att utreda vilka finansiella strategier privata vårdföretag tillämpar och om de byggt upp tillräcklig finansiell styrka (kapitalstruktur) för en långsiktig utveckling samt att undersöka i vilken utsträckning vårdföretagen balanserar rörelserisk och finansiell risk.

## **1.7 Avgränsningar**

Studien kommer att baseras på finansiella rapporter från en tioårs period mellan år 2003 – 2012. Dessutom avser studien att belysa en förändring över tid vilket en 10 års period ger möjligheter för. Vi har även valt att avgränsa oss till att enbart studera primärvården i Stockholms län.

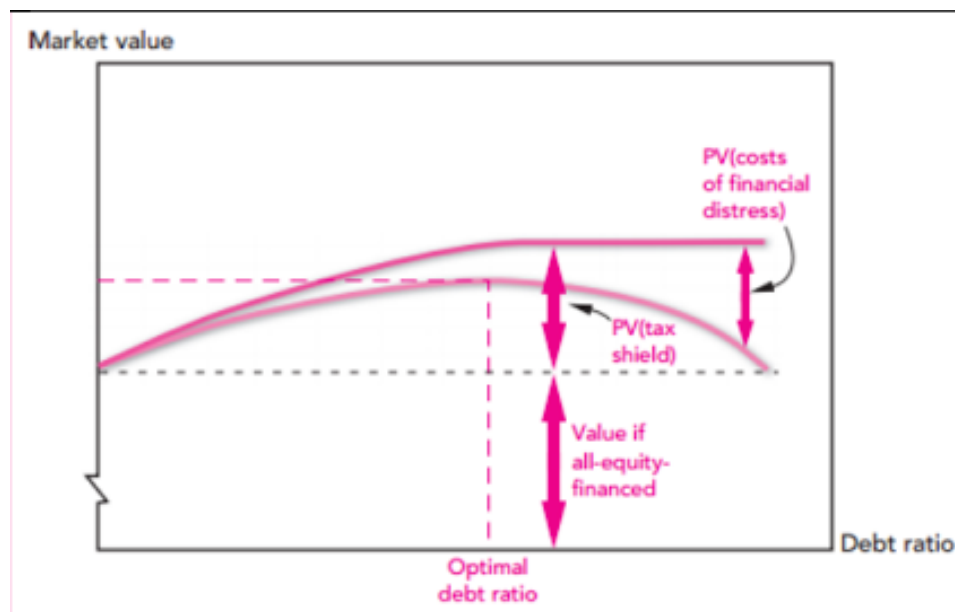
Studien avser att endast analysera de privata aktörerna inom primärvården och bortse från de offentligt ägda vårdenheter. De privata vårdinstanserna har ökat kraftigt det senaste decenniet och ligger till grund för vårdsektorn tillväxt

## 2. Kapitalstrukturs teori

### 2.1 Trade-off teorin

*Trade off* teorin beskriver den optimala kapitalstrukturen enligt Kraus & Lintzenberger (1973).<sup>27</sup> Den grundar sig i att en optimal kapitalstruktur uppnås genom en balans mellan skuldsättning och finansiella oro. Teorin beskriver varför företag bör finansiera sig genom en balans mellan belåning och eget kapital. Den skuldsättning som skapas vid belåning gynnar företagen då skatteskölden bidrar till en positiv inverkan på det beskattningsbara resultatet. Skatteskölden innebär att räntekostnaden som uppstår vid belåning är avdragsgill och därmed minskar det beskattningsbara resultatet för företaget.<sup>28</sup>

Marknadsvärde ökar då företaget ökar sin belåning. De positiva effekter som skatteskölden medför ökar i takt med företagets belåning och så länge skattesköldens fördelar är större än risken för finansiell oro kommer företagets marknadsvärde öka.<sup>29</sup> De finansiella riskerna ökar då skuldsättningsgraden blir för hög och bidrar till att företaget lättare drabbas av insolvens (financial distress).



Figur 2. Optimal kapitalstruktur enligt Trade-off teorin  
Källa: Principles of corporate finance, 2003

<sup>27</sup> Kraus, A. & R. H. Lintzenberger., 1973., "A state-preference model of optimal financial leverage"., Journal of Finance 28, pp. 911–922.

<sup>28</sup> Brealey, R, Myers, S., 2003., "Principles of corporate finance"., 7th edition, The McGraw-Hill Companies, s. 497

<sup>29</sup> Brealey, R, Myers, S., 2003., "Principles of corporate finance"., 7th edition, The McGraw-Hill Companies, s. 497

Bilden ovan illustrerar hur skatteskölden bidrar till att företagets värde ökar genom en ökad skuldsättning. Den finansiella oron vid hög belåning bidrar till att risken för konkurs ökar som i sin tur resulterar i att värdekurvan avtar. Den optimala kapitalstrukturen enligt *Trade off*-teorin uppnås då företaget finner en balans mellan lånefinansieringens fördelar och den finansiella oron som skapas genom belåning, se figuren ovan.

I denna undersökning använder vi oss av hävstångsformeln (se kapitel 3.6) som analysinstrument. Hävstångsformeln inkluderar effekterna av skatteskölden samt den hävstångseffekt som uppstår vid ökad skuldsättning.

### **2.1.1 Kritik riktad mot *Trade off*-teorin**

Myers menar att det inte finns någon optimal kapitalstruktur som gäller för alla företag samt att det heller inte är säkert att alla chefer eftersträvar värdemaximerande och söker efter den optimala strukturen.<sup>30</sup> I vår utredning analyserar vi hur de marknadsledande företagen respektive de mindre företagen förhåller sig till risk.

Ett problem med *Trade off* teorin är att det är svårt att identifiera för respektive företag när risken för konkurs blir större än skattesköldens fördelar. Det finns inget generellt svar på detta då branscher och företag kräver olika mycket kapital för att överleva och expandera enligt Myers.<sup>31</sup>

## **2.2 *Pecking order* teorin**

*Pecking Order* teorin lades fram av Myers och Majluf. Teorin grundar sig i att företag ska sträva efter en finansiering genom eget genererade medel samt att företag ska uppnå finansiell frihet och undvika risker vid belåning. Den visar en annan syn på kapitalstruktur utifrån hur kapitalanvändningen för ett företag ser ut och grundar sig i dessa antaganden:<sup>32</sup>

1. Företag föredrar intern finansiering framför extern
2. Utdelningar är trögörliga. Företagen sänker inte den normala utdelningen till förmån för finansiell expansion

---

<sup>30</sup> Myers, S. C., 1993, "*Still searching for optimal capital structure*", Journal of Applied Corporate Finance, **pp. 4–14.**

<sup>31</sup> Myers, S. C., 2001., "*Capital Structure*", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2. **pp. 81 – 102**

<sup>32</sup> Myers, S. C. & N. Majluf., 1984., "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", Journal of Financial Economics 13, **pp. 187–221**

3. Ifall ett företag behöver extern finansiering väljs det säkraste alternativet först, skulder framför externt eget kapital, i en ”Pecking-Order”. Om det positiva kassaflödet är större än de investeringar som krävs, används detta till att betala av skulder
4. Om extern finansiering är nödvändig ska företagen använda sig av det säkraste alternativet först. Det vill säga skulder, konvertibler och eget kapital som en sista utväg

(Översatt från Myers & Majluf)<sup>33</sup>

Enligt *Pecking order* ska företag i första hand finansiera sig genom internt genererade medel. Företag som har arbetat sig nedåt i *Pecking order* modellen där finansiering genom lån blir aktuell, får mindre finansiell frihet. Då företagen måste söka externt kapital är det mest fördelaktigt enligt *Pecking order* att finansiera sig genom belåning istället för externt eget kapital.<sup>34</sup>

Eventstudier där teorin testas gjorda av Kester (1986)<sup>35</sup>, Baskin (1989)<sup>36</sup> och Wald (1999)<sup>37</sup> kommer fram till att de mest lönsamma företagen finansierar sig i första hand genom internt genererade medel vilket gör att skuldsättningsgraden minskar och istället blir det egna kapitalet en finansieringskälla för att finansiera tillgångarna.

En liknande teori är *resource dependence* teorin (RDT) som beskriver resursallokering och hur företag mot bakgrund av dess förutsättningar anpassar organisationsens beteende. RDT bygger även på att organisationer är beroende av varandra och att det därför skapas en maktstruktur mellan företagen. Det företag som innehar en resurs som andra företag är beroende av ger företaget med resursen makt och det företag som vill utnyttja resursen blir det beroende företaget.<sup>38</sup> Precis som RDT strävar företag enligt *Pecking order* teorin att vara oberoende av externt kapital och därmed sträva efter ekonomisk frihet genom finansiering av internt genererade medel. Denna strategi ger företagen finansiell makt i och med att man inte gör sig beroende av externa kreditgivare.

### 2.2.1 Asymmetrisk information

*Pecking order* teorin inriktar sig i första hand till stora börsnoterade bolag där den största vikten läggs ner på aktievärdering. Teorin bygger på att det finns en asymmetri mellan ledningen för ett företag och

---

<sup>33</sup> Ibid.

<sup>34</sup> Brealey, R., Myers, S., 2003., ”*Principles of corporate finance*”, 7th edition, The McGraw-Hill Companies, s. 489-491

<sup>35</sup> Kester, W., 1986., ”*Capital and ownership structure: A comparison of united states and Japanese manufacturing corporations*”, *Financial Management*, pp. 5-16

<sup>36</sup> Baskin, J., 1989., ”*An empirical investigation of the Pecking order hypothesis*”, *Financial Management* 18 (1), pp. 26-35

<sup>37</sup> Wald, J., 1999., ”*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*”, *Journal of Financial Research* 22 (3), pp. 161-187

<sup>38</sup> Pfeffer, J., Salancik, G-R., 2003., ”*The External Control of Organizations – a Resource Dependence Perspective*”, *Stanford business classics, Introduction to the Classic Edition*

investerare. Där ledningen anses sitta på den viktiga informationen och mest kunskap om företaget. Detta medför att när det eget genererade kapitalet är använt, blir det mer fördelaktigt för företaget att låna in externt kapital från kreditinstitut. Den asymmetriska informationen som företagsledningen besitter kontra kreditgivarna och investerarna medför att då ledningen tycker att aktien är undervärderad så blir det fördelaktigare att ta ett lån än att ta in eget kapital. Även då företagsledningen anser att aktievärdet är övervärderat så kommer företaget att välja lånefinansiering framför att ge ut eget kapital. Det på grund av att om ledningen skulle ta in nytt eget kapital så skulle det leda till att aktiens marknadsvärde skulle sjunka och det skulle indirekt även avslöja att företagsledningen anser att aktien är övervärderad.<sup>39</sup>

Dessa ovanstående teorier kan bekräftas i att de lönsamma företagen är mindre skuldsatta och därmed följer teorin om *Pecking order*. I ett förhållande där företagen är mer skuldsatta, bekräftas Trade-off modellen. Vi kommer att föra ett resonemang om detta i analysdelen för att se om det finns ett samband mellan företagens kapitalstruktur och de valda teorierna.

Det förs en del kritik mot de klassiska teoremen om kapitalstruktur där de i allmänhet går ut på att *Trade-off* samt *Pecking order* inte på ett fullständigt sätt kan förklara företagens val av kapitalstruktur.<sup>40</sup>

## 2.3 Free Cashflow teorin

*Free Cashflow* teorin grundar sig i agentteorin som beskriver en konflikt mellan ägandet och kontrollen över ett företag. Aktieägarna är de som äger företaget och kallas för ”principaler” medan företagsledningen kallas ”agenter” och ska utföra uppdrag från principalen. Problem uppstår mellan principalen och agenten då agentens intresse särskiljer sig från principalens. Det medför att principalen måste ge incitament till agenten att fullfölja uppdraget som principalen önskar.<sup>41</sup>

*Free Cashflow* teorin blir aktuellt då företagens rörelse skapar ett överskott av kassaflöden, företagsledningen tenderar då att slösa överskottet istället för att spara det till utdelning. I vanliga fall delar företagen ut överskottet på de positiva kassaflödena till aktieägarna som en avkastning för investerat kapital. Men det finns exempel på större företag, RJR Nabisco som skapade ett överskott av

---

<sup>39</sup> Brealey. R, Myers. S., 2003., ”*Principles of corporate finance*”, 7th edition, The McGraw-Hill Companies, s. **489-491**

<sup>40</sup> Fama. E. F, French. K. R., 2002., ”*Testing Trade-Off and Pecking order Predictions about Dividends and Debt*”, The Review of Financial Studies, pp. **1-33**

<sup>41</sup> Jensen, M., C., 1986., ”*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.*”, The American Economic Review, Vol. 76:2, pp. **323-329**

positiva kassaflöden och istället använde pengarna till att investera i tillsynes onödiga tillgångar.<sup>42</sup> Detta problem uppstår då agenten inte har tillräckligt med incitament för att lyda principalen. Det leder till att istället för att dela ut pengar och minska ledningens resurser så behåller företagsledningen kontrollen över pengarna då de investerar i låg avkastnings tillgångar. För att förhindra denna snedvridning mellan principalen och agenten kan belåning och högre utdelning vara ett effektivt substitut. Belåningen kommer bidra till att företaget tvingas betala tillbaka ränta och amortering på lånen vilket gör att det blir svårare att generera ett positivt kassaflöde för olönsamma investeringar. Dessutom kan företaget försättas i konkurs om de inte följer betalningsplanen för lånen. Det medför att skuldsättningen kan vara ett sätt att kontrollera företaget och minimera agentkostnaderna. Den höga skuldsättningen fungerar även som en motivation för företagsledningen som inte vill misslyckas med sitt uppdrag och kommer därför arbeta för att klara betalningsplanen. Precis som *Trade off* teorin finns det en gräns för hur hög skuldsättning som är lönsamt, och precis som i *Trade off* teorin är det risken för konkurs som gör att fördelarna med skuldsättning avtar då skuldsättningen blir för stor.<sup>43</sup>

Teorin om *Free cashflow* ger ytterligare teoretiska exempel på att en hög skuldsättningsgrad är fördelaktig. Dock är det ingenting vi kommer kunna bevisa i denna studie men väl värt att ha i åtanke kring en optimal kapitalstruktur.

## 2.4 Tidigare forskning

Kapitalstruktur är ett välstuderat ämne men fortfarande finns det många frågetecken kring hur den perfekta kapitalstrukturen ser ut eller om det verkligen finns någon perfekt kapitalstruktur för ett företag. Nästan all tidigare forskning om kapitalstruktur bygger på olika teorem och en av grundpelarna är Modigliani & Miller (1958) som i sin första proposition beskriver att värdet på ett företag inte påverkas av kapitalstrukturens uppbyggnad. Den första propositionen bygger på premisen att perfekt marknadsförhållanden gäller, utan skatter, transaktionskostnader eller räntor. Det bygger även på premisen att de råder perfekt information och att inga "agency costs" uppstår.<sup>44</sup> Proposition II beskriver ett förhållande mellan skuldsättningsgraden och aktieägarnas avkastningskrav. Då företaget har en hög skuldsättningsgrad kommer aktieägarna att kräva större avkastning då risken i företaget är större.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Brealey, R, Myers, S, Alen M., 2001., "Fundamentals of corporate finance", Third Edition, University of Phoenix s 599

<sup>43</sup> Jensen, M., C., 1986., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.", The American Economic Review, Vol. 76:2, pp. 323-329

<sup>44</sup> Modigliani, F & Miller, M-H., 1958., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, Vol. 48, pp. 261-297

<sup>45</sup> Ibid.

Modigliani & Miller (1963) utarbetade ytterligare ett teorem som behandlar kapitalstrukturen i en marknad med skatter. Införandet av skatter blev en fördel för företag som använder sig av lånefinansiering. Då uppstår en skatteskuld som gör att de avdragsgilla kostnaderna i form av räntekostnader sänker skattekostnaderna för företaget och ökar resultatet. Det gör att värdet på ett belånat företag är större än ett obelånat företags värde. Det extravärde som skapas i det belånade företaget består av skatteskuldens nuvärde.<sup>46</sup>

Utifrån Modigliani & Millers teorem har flera studier pekat på att kapitalstrukturen ser olika ut beroende på företag, strategi och bransch. Harris och Raviv kom fram till att kapitalintensiva branscher finansierar sig mer genom belåning än övriga branscher.<sup>47</sup> Fama och French gjorde en översikt över de två konkurrerande modellerna inom finansieringsteorin, *Pecking order* och *Trade off*-teorin. Slutsatserna är att det finns stöd för båda teorierna i frågan om vilken kapitalstruktur som är optimal för ett företag.<sup>48</sup> Baker och Wurgler beskriver att kapitalstrukturen ses som en konsekvens av det historiska marknadsvärdet. De finner ett samband mellan marknadsvärdet på företag och finansierandet av eget kapital. Då företag har höga marknadsvärden, finansierar företagen sig med relativt högt eget kapital. Då marknadsvärdet sjunker väljer man istället att ta in nytt kapital genom belåning.<sup>49</sup>

Rauh och Sufi beskriver heterogeniteten av belåning hos företag samt kategoriserar företagen utefter individuella belåningsförhållanden. Företagen delas in efter kreditvärdighet och kommer fram till att de företag som har ett högre investeringstryck väljer ett mer osäkert sätt att belåna sig på.

På den svenska marknaden har Anders Hagberg gjort en studie om finansiell flexibilitet och kapitalstruktur inom rederinäringen. Studien går ut på att undersöka den svenska rederinäringen som en kapitalintensiv bransch med en välutvecklad andrahandsmarknad där företag har möjlighet att använda sin finansiella flexibilitet för att investera när tillfälle ges och vara uthållig under dåliga tider. Studien kommer fram till att finansiell flexibilitet har betydelse för företagets lönsamhet samt att kapitalstruktur och likviditet ser olika ut beroende på företagets storlek.<sup>50</sup> Denna studie är en av få

---

<sup>46</sup> Modigliani, F, Miller, M-H., 1963., "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction.*", The American Economic Review, vol 53. nr 3, **pp. 433-443**

<sup>47</sup> Harris, M, Raviv, A., 1991., "*The Theory of Capital Structure*", The Journal of Finance., Vol. XLVI, No.1. 297-355. I Hagberg, A., 2012 "*Lönsamhet och finansiell flexibilitet – Rederinäringen i Sverige 1997 - 2006*"

<sup>48</sup> Fama, E. F, French, K. R., 2002., "*Testing Trade-Off and Pecking order Predictions about Dividends and Debt*", The Review of Financial Studies, **pp. 1-33**

<sup>49</sup> Baker, M, Wurgler, J., 2002., "*Market Timing and Capital Structure*", The journal of finance, Vol. LVII, No 1

<sup>50</sup> Hagberg, A., 2012., "*Lönsamhet och Finansiell flexibilitet – Rederinäringen i Sverige 1997- 2006*", BAS

svenska avhandlingar som problematiserar kapitalstrukturens betydelse vilket tyder på den bristfälliga forskningen om kapitalstruktur i Sverige.

Mot bakgrund av de företagskonkurser som skedde i samband med kriser som drabbade världsekonomin under 90-talet, blev man intresserade av att forska kring huruvida man kan förutse konkurser i respektive företags finansiella information. Intresset låg i hur man skulle kunna förutse tecken på en eventuell konkurs via modeller som tas fram för att beskriva den finansiella strukturen hos företagen.<sup>51</sup>

William H Beaver var en av de första forskarna som kom fram till att det finns ett samband mellan utformningen av kapitalstruktur och konkurser. Genom en undersökning som gjordes år 1966 kom han fram till att nyckeltalen mellan företag som överlever en kris och företag som gått i konkurs har en struktur som skiljer sig åt på ett tydligt sätt.<sup>52</sup> Beaver använde sig av en univariat undersökning för att dra sina slutsatser. Detta har gjort att forskare dels kritiserade hans tillvägagångssätt men även använde sig av den för att hitta nya lösningar på hur man kan förutse konkurser genom finansiella nyckeltal.<sup>53</sup> En utveckling av Beavers studie gjordes av bland annat Altman år 1960. Altman använde sig av en ”Z-modell” som var en multivariat studie. Denna grundade sig i fler nyckeltal som analyserades och hade i sin tur ca 90 % förutsägbarhet sett till vilken kombination av nyckeltal som leder till konkurs alternativt överlevnad.<sup>54</sup> Altman stärkte därmed teorin om att nyckeltal och dess struktur har en inverkan på företagskonkurser där skillnaden mellan nyckeltalen på företag som överlevde och de som gick i konkurs var signifikant.

Forskningen om hur nyckeltal påverkar kriser ligger som grund för denna uppsats. Altman och Beavers tidiga forskning visar tydligt på att analysen av nyckeltal är ett bra verktyg då man vill analysera företagens kapitalstruktur i olika branscher. Därför har vi valt att använda oss av nyckeltal och variabler som indikator för förändringar i kapitalstrukturen.

Shumway kommer i sin studie, fram till att företag som går i konkurs uppvisar en lägre soliditet.<sup>55</sup> Shumway gör ett test av olika nyckeltal där slutsatserna är att soliditeten är ett bra mått vid mätning av

---

<sup>51</sup> Sung, T, Chang, N. & Lee, G., 1999., ”*Dynamics of Modeling in Data Mining: Interpretive Approach to Bankruptcy*”, Journal of Management Information Systems, 16(1), pp. 63-85

<sup>52</sup> Beaver, W., 1966., ”*Financial ratios as predictors of failure*”, Journal of accounting research, Autumn, 2, pp. 179-192

<sup>53</sup> Sung, T, Chang, N, Lee, G., 1999., ”*Dynamics of Modeling in Data Mining: Interpretive Approach to Bankruptcy*”, Journal of Management Information Systems, 16(1), pp. 63-85

<sup>54</sup> Altman, E., 1968., ”*Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction of Corporate Bankruptcy*”, The Journal of Finance, Vol 23, Nr 4, pp. 589-609

<sup>55</sup> Shumway, T., 2001., ”*Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model*”, Journal of Business, Vol 74, Nr 1, pp. 101-124

tecken på konkurs. Detta uppvisas även i en studie gjord av James Ohlson<sup>56</sup>. Ohlson studerade olika nyckeltal och faktorer som har påverkan på företag och dess överlevnad. Ohlson testade 9 variabler för att hitta vilka som statistiskt sätt kunde användas som mått på konkurs. Ohlson kommer fram till att storlek, skuldsättningsgrad, prestation, kapitalomsättningshastighet samt likviditet är statistiskt signifikanta mått på hur man kan förutse konkurser hos företag.<sup>57</sup>

Christer Olofsson beskriver i sin studie hur soliditeten påverkas av storleken på företaget. Han kommer fram till mindre företag har en relativt lägre soliditet än större företag.<sup>58</sup> Vår studie kommer delvis kategoriseras i marknadsledande och mindre företag och kommer därför kunna utlysa skillnader i kapitalstruktur beroende på storlek på företaget.

Dessa undersökningar beskriver hur man kan förutspå konkurser genom nyckeltal och vald kapitalstruktur. I Ohlsons studie används nyckeltal för att förutspå konkurser. I vår undersökning kommer nyckeltalen istället användas för att beskriva kapitalstrukturen och företagens finansiella strategier. Soliditet, kapitalomsättningshastighet och skuldsättningsgrad är 3 återkommande nyckeltal vid beräkning av kapitalstrukturen. Vi avser att använda oss av dessa nyckeltal även i vår studie.

Sökandet efter den optimala kapitalstrukturen görs utöver Modigliani & Millers av ett flertal olika forskare där bland annat Rajan och Zingales gör en studie som går ut på att finna samband i kapitalstruktur mellan olika länder. I studien kommer man fram till att nyckeltal som har en viss påverkan på företag i USA även hade liknande påverkan på företag i europeiska länder. Resultatet tydde även på att likheter mellan kapitalstrukturen i de undersökta länderna är mer sammanhängande. I företag som var stora hade man en högre skuldsättningsgrad, med undantaget Tyskland där effekten var motsatt. Studien visade en mer allmän bild på företagen mellan de undersökta länderna och saknade en mer ingående syn på kapitalstrukturen vilket även lyftes fram av författarna.<sup>59</sup> Då forskning om kapitalstrukturens påverkan företag i Sverige är bristfällig är det relevant att studera internationella studier och teorier för att tyda mönster och samband för kapitalstrukturen. Då den största delen av vår tidigare forskning och teori bygger på utländska studier vill vi bekräfta väsentligheten för dessa studier även för användandet vid en studie gjord i Sverige.

---

<sup>56</sup> Ohlson. J., 1980., "*Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy*", Journal of accounting research, Vol 18, Nr 1, **pp. 109-131**

<sup>57</sup> Ohlson. J., 1980., "*Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy*", Journal of accounting research, Vol 18, Nr 1, **pp. 109-131**

<sup>58</sup> Olofsson. C., 1996., "*Risikkapitalet och de mindre företagen*", I B. Johannisson, L. Lindmark (Red.), "*Företag Företagare Företagsamhet*", s. 55-72., Lund, Studentlitteratur

<sup>59</sup> Raghuram. R. G, Zingales, L., 1995., "*What do we know about Capital Structure*", The Journal of Finance, Vol 50, No 5, **pp. 1421-1460**

Kim och Berger gör en undersökning mellan företag i USA och Korea om hur större företag väljer för kapitalstruktur. Man använder sig av fem variabler (vinst och prestation, storlek, icke skuldsatt skattesköld, tillväxt och risk) tillsammans med andra oberoende variabler och jämför, mellan olika länders marknadsvärdes baserade skuldsättningsgrad. Forskarna hittar ett signifikant samband mellan företagen där skuldsättningsgraden och lönsamheten hade ett negativt samband. Detta då företagen inte kan låna pengar från kapitalmarknaden då räntan blev för hög.<sup>60</sup> Denna effekt är i enlighet med *Pecking order* teorin vilket påvisar teorins väsentlighet. Denna studie har kombinerat nyckeltal samt prestationsvariabler för att beskriva kapitalstrukturen. Vi kommer studera prestationsmått som avkastning på Eget kapital samt avkastning på Sysselsatt kapital, Nettoresultat och utdelning i kombination med nyckeltal.

Majoriteten av den tidigare forskning som har gjorts kring kapitalstruktur bygger på nyckeltalsberäkningar för att förutspå konkurser. Detta är ett outforskat område inom den svenska forskningen där vår avsikt är att bidra med ny kunskap inom vårdsektorn.

---

<sup>60</sup> Hanjoon. K, Berger. P.D., 2008., "A Comparison of Capital Structure Determinants: The United States and The Republic of Korea", Multinational Business Review., Vol 16, No 1, pp. 79-100

### 3. Metod och forskningsdesign

Med denna studie avser vi att kartlägga och analysera de privata vårdföretagens förändring av kapitalstrukturen över tid. Den metoddesign som är mest lämpad för att kartlägga en förändring av en tidsmässig utveckling är enligt litteraturen en longitudinell forskningsdesign.<sup>61</sup> Den longitudinella ansatsen ger även möjlighet att analysera förändringsmönster över tid och eftersom populationen består av hela den privata primärvården kommer vi även att använda oss av en tvärsnittsdesign för att kunna dra slutsatser för både små och stora vårdföretag i Stockholm.<sup>62</sup>

Vi kommer använda oss av en kvantitativ strategi vid insamlingen av de finansiella data som krävs för att beräkna nyckeltalen som beskriver kapitalstrukturförändringen för företagen. En kvantitativ metod bidrar till att studiens resultat i högre grad går att generalisera till hela populationen. Den finansiella empirin som krävs för nyckeltalsberäkningarna kommer att samlas in från respektive företags årsredovisningar med hjälp av databaser. Nyckeltalen kommer att fungera som indikatorer på förändringen i kapitalstrukturen och kommer ligga till grund för analysen. Företagen kommer att analyseras separat för att kunna utläsa ett förändringsmönster i kapitalstrukturen. Studiens analysnivå är sker därmed på mikronivå. Då studien inte enbart analyserar företagen var för sig och utan även vårdbransch i sin helhet.<sup>63</sup>

Studien baseras på finansiell data insamlad från årsredovisningar. Den finansiella datan insamlas under en tidsram på 10 år och samma observeringsobjekt analyseras under hela 10-årsperioden. Detta görs genom en panelundersökning. Med en panelundersökning menar man att det är samma företag som analyseras vid varje undersökningstillfälle. En panelstudie lämpar sig då studien avser att beskriva ett ”beteende” hos företagen som förändras.<sup>64</sup> Studiens panel kommer bestå av de företag som ingår i urvalet. Urvalsprocessen presenteras senare i metodkapitlet under *Urval*. Då studien undersöker hur variabler förhåller sig till varandra och inte varför de har dessa förhållanden är en kvantitativ metod fördelaktig.<sup>65</sup>

Populationen består av de privata aktörerna inom primärvården i Sverige. Då undersökningen baseras på en kvantitativ datainsamling är det även möjligt att dra generella slutsatser utifrån resultaten som baseras på företagsurvalet.

---

<sup>61</sup> Bryman. A, Bell. E., 2005., ”Företagsekonomiska forskningsmetoder”., Liber AB, s. 70

<sup>62</sup> Ibid. s 65-70

<sup>63</sup> Bryman. A, Bell.E., 2011., ”Business Research Methods”., 3rd Edition, Oxford University Press, s. 334-356

<sup>64</sup> Ibid. s. 70

<sup>65</sup> Ibid. s. 70-73

### 3.1 Tidsperspektiv

Undersökningen baseras på företag som var verksamma 2013 och som funnits i en tioårsperiod mellan åren 2003 - 2012. Tioårsperioden har valts för att ge möjlighet att fastställa vilken finansiell strategi företagen tillämpar. Vi kommer börja med att kartlägga marknaden för att sedan kategorisera företagen efter mindre och marknadsledande aktörer. Marknadsledande aktörer definieras vi som företag som äger fler än 4 vårdcentraler och ingår i en koncern, dessa kommer att representera de marknadsledande företagen i undersökningen.

Observationstiden för företagen kommer alltid att vara 10 år från år 2003 – 2012 oavsett om företagen kategoriseras som marknadsledande eller mindre företag. Det betyder att vi kommer att analysera finansiell data i form av årsredovisningar från företag år 2003 och framåt. Detta illustreras i Figur 1 nedan:



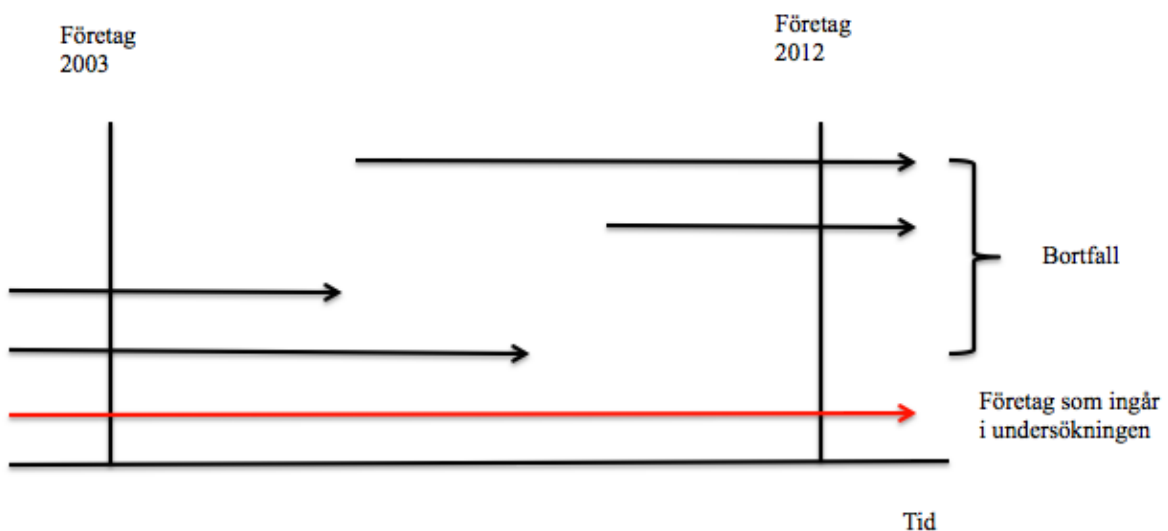
Figur 3. Illustration över undersökningens tidsperspektiv.

En följd effekt av att observationsperioden är tio år blir att företagen kommer att vara i olika faser vid olika tillfällen. Det här är inget som vi ser som ett problem för studien utan tvärt om kommer det att tillföra olika synvinklar och dynamik av analysen av kapitalstrukturen. Då syftet är att analysera kapitalstrukturen för företagen över tid kommer de företag som inte har överlevt hela perioden att uteslutas från urvalet.

### 3.2 Urval

Urvalet kommer bestå av de företag som är aktiva inom vårdsektorn med inriktning mot primärvården (vårdcentraler i Stockholmsområdet). Med hjälp av Stockholms läns landsting har vi tagit fram en företagsförteckning över antalet privatägda vårdcentraler och dess ägare för Stockholmsregionen. Därefter görs en sammanställning av de företag som överlevt hela observationstiden, vilket kommer

att utgöra grunder för undersökningsurvalet. Dessutom tas ingen hänsyn till företag som gått i konkurs eller av andra skäl omvandlats under 10 års-perioden då dessa företag inte ger en rättvisande bild av företagets kapitalstruktur och finansiella strategi. De företag som har tillkommit under perioden men inte varit aktiva sedan 2003 kommer heller inte att ingå i urvalet. Då vi eftersöker en förändring över tid kan företag som tillkommer med kortare tidsperspektiv ge en missvisande bild över den totala förändringen. Därmed är det viktigare att få med företagen som överlevt perioden och därför kan säga någonting om kapitalstrukturens påverkan för vårdföretagen.



Figur 4. Illustration över undersökningsurvalet

### 3.3 Operationalisering

För att identifiera marknaden utgick vi från företagsförteckningen och delade sedan in vårdcentralerna efter företagstillhörighet. Efter sammanställningen framgick det att fem aktörer på marknaden var de dominerande och marknadsledande företagen. Efter kartläggningen av de marknadsledande företagen gjordes genomgående läsning om deras finansiella nyckeltal som undersökning baseras på.

För att identifiera de mindre företagen på marknaden använder vi oss av företagsförteckningen och kategoriserar de med endast en till två vårdcentraler som mindre företag. När de mindre företagen kartlagts väljs 8 av totalt 23 företag ut genom att slumpmässigt välja var 3:e företag av de kvarvarande 23 företagen ur företagsförteckningen, dessa företag representerar de mindre företagen i vårdsektorn.

Då vi har kategoriserat och framtagit företagen som ingår i studiens urval använder vi oss av databasen Retriever Business för att hämta den finansiella informationen som krävs för att beräkna nyckeltalen. Den finansiella data som behövs hämtas från årsredovisningarna för respektive företags årsredovisning.

### 3.4 Bortfall

Totalt baseras studien på 4 marknadsledande företag samt 8 mindre vårdföretag som observeras under en 10-årsperiod med ett observationstillfälle per år. Detta resulterar i 144 observationstillfällen. Vid varje observationstillfälle observeras 9 variabler (se kapitlet ”Nyckeltal”). Detta resulterar i sammanlagt 1440 observationer.

Dock saknas år 2006 observationstillfälle för Capio Koncernen samt år 2003 och 2004 för Aleris Koncernen samt Djursholmsdoktorn AB år 2008. Detta resulterar i 36 observationer som blir undersökningens bortfall.

Av totalt möjliga 1440 observationer har 1404 observationer genomförts, varav 36 observationer anses vara studiens bortfall.

### 3.5 Analysmetod

Undersökningen gäller de fyra marknadsledande vårdföretagen i Sverige och ett representativt urval av 8 mindre vårdföretag. För företag ingående i koncerner utgör koncernredovisningen basen för undersökningen. För bolag som inte ingår i koncerner utgör redovisningen för respektive aktiebolag basen. För bolag som ingår i koncern men där koncernredovisning inte krävs, kompletterar vi analysen med information från moderbolaget. Undersökningen baseras på data från företagens förvaltningsberättelse, resultat- och balansräkning, kassaflödesanalysen samt not apparaten.

Modellen för vår analys av vårdföretagens finansiella strategi är den så kallade hävstångsformeln som lanserades av professorn Sven-Erik Johansson, professor vid Handelshögskolan:<sup>66</sup>

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) \frac{S}{E}$$

Definitioner där:

- $R_E$  är räntabiliteten på eget kapital i procent
- $R_T$  är avkastningen på totalt kapital vilket beräknas som rörelseresultatet
- $R_S$  är genomsnittlig skuldränta i procent
- $\frac{S}{E}$  är skuldsättningsgraden

---

<sup>66</sup> Johansson, S.E, Runsten, M., 2005., ”Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt”., Upplaga 3, Lund: Studentlitteratur, s. 43-44

$R_E$  är avkastning på eget kapital före skatt. Efter skatt är avkastningen på eget kapital  $R_E(1 - t)$  där  $t$  är företagets skattesats.  $R_E(1 - t)$  påverkas förutom av hävstångseffekten också av den så kallade skatteskölden, som innebär att räntekostnader ger positiv effekt eftersom de är skattemässigt avdragsgilla.<sup>67</sup>

Här är ett exempel på hur hävstångseffekten påverkar ett företag där avkastningen på det egna kapitalet är högre än skuldräntan, antag följande (ett företag med 20 % soliditet):

$$R_T = 6 \%$$

$$R_S = 4 \%$$

$$S/E = 4$$

$$R_E = 6 \% + (6 \% - 4 \%) * 4 = 14 \%$$

Antag istället att företaget har lägre avkastning på eget kapital än skuldräntan:

$$R_T = 2 \%$$

$$R_E = 2 \% + (2 \% - 4 \%) * 4 = -6 \%$$

I ovanstående exempel beskrivs hur en hög skuldsättning ger möjlighet till en högre avkastning på det egna kapitalet för företag som har en högre avkastning än skuldräntan men samtidigt innebär det en hög risk för företagen. Det bidrar till att företag som är exponerade av en högre rörelserisk (risk för fluktuationer i  $R_T$ ) bör arbeta med en lägre finansiell risk än de företagen som har en stabilare avkastning på totalt kapital.

Enligt hävstångsformeln representerar  $(R_T - R_S) \frac{S}{E}$  den finansiella risken och svängningar i

$R_T$  representerar rörelserisken och  $R_E$  representerar den totala risken. Enligt Johansson skall man finna en balans mellan den rörliga risken och den finansiella risken för att undvika att den totala risken blir för hög. Företag med hög rörelserisk bör ha låg skuldsättning eller hög soliditet medan företag med låg rörelserisk kan ha högre skuldsättning och lägre soliditet.<sup>68</sup>

Basen för analysen är hävstångsformeln. Men eftersom skulderna i hävstångsformeln innehåller även icke räntebärande skulder såsom leverantörsskulder, skatteskulder mm har vi i vår analys utgått från avkastning på sysselsatt kapital och i skuldsättningsgraden endast inräknat räntebärande skulder, dvs korta och långa lån. Vår analysformel är därför:

---

<sup>67</sup> Carlsson. M., 2004., ”Att arbeta med företagsanalys: analysmetoder för att upptäcka varningssignaler och styra mot uppställda mål”, Liber ekonomi, s. 125 - 126

<sup>68</sup> Johansson. S. E, Runsten. M., 2005., ”Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt”, Upplaga 3., Lund: Studentlitteratur, s. 43-44

$$R_E = R_{Syss} + (R_{Syss} - R_S) \frac{S_{Lån}}{E}$$

- $R_{Syss}$  är avkastningen på sysselsatt kapital (Totala kapitalet – ej räntebärande skulder)
- $S_{Lån}$  är räntebärande skulder

Hävstångseffekten ( $\frac{S_{Lån}}{E}$ ) är således ett relevant mått för att belysa i vilken mån lån har använts för att förbättra resultatet. Soliditeten som belyser eget kapital/totalt kapital är också ett relevant mått i vår analys eftersom det beskriver företagens långsiktiga överlevnads förmåga vid ekonomisk kris. I årsredovisningarna för respektive marknadsledande företag finns det en bedömning av rörelserisken för företaget. Samtliga fem marknadsledande företag påpekar liknande riskfaktorer, dessa anses vara politiska förändringar och åtstramningar.

### 3.6 Nyckeltal

Från den finansiella informationen som hämtas ur årsredovisningar beräknas nyckeltal för att få en insikt om hur kapitalstrukturen förändras de observerade åren.

Beräkningen av nyckeltal är en valid metod som utgör en god grund för analysen. Det är även en metod som är används av i flertalet andra studier om kapitalstruktur med trovärdiga resultat<sup>69</sup>.

Kapitalstrukturen beskriver förhållandet mellan eget kapital och skulder som ett företag har. Med hjälp av nyckeltal kan man urskilja hur dessa förhållanden förändras över tid och vad det är som har bidragit till förändringen. Vi kommer att utgå från det bokförda värdet som framgår i årsredovisningarna eftersom det inte är möjligt att utgå ifrån marknadsvärdena.

De nyckeltal och variabler som undersöks i vår studie är följande:

- **Omsättning** – Årets försäljning
- **Sysselsättning** – Antalet anställda hos företaget
- **Soliditet** – Soliditeten mäter hur stor del av verksamhetens tillgångar som finansieras av eget kapital. Beräknas som Justerat eget kapital/Totalt kapital
- **Kapitalomsättningshastighet** – Omsättning/Totalt kapital (balansomslutningen) är ett mått på hur kapitalintensivt ett företag är. Kapitalomsättningshastigheten varierar mellan olika branscher<sup>70</sup>
- **Avkastning på sysselsatt kapital R(syss)** – Rörelseresultat + finansiella intäkter/Justerat eget kapital + räntebärande skulder
- **Avkastning på Eget kapital före skatt** – Resultat efter finansiella poster/Justerat eget kapital
- **Nettoresultat** – Årets resultat efter skatt
- **Utdelning** – Anger hur stor del av resultatet som föreslås i utdelning. Likvidmässigt sker utdelningen året efter det årtal som årsredovisningen avser
- **Skuldsättningsgrad (S/E)** – Räntebärande skulder/justerat eget kapital

För att förenkla nyckeltalsberäkningen har vi vid våra avkastningsberäkningar beräknat avkastningen på utgående balans. En mer exakt beräkning skulle vara baserad på genomsnittlig saldobalans men vi anser att förenklingen inte har någon påverkan på vår analys av kapitalstrukturen.

Vid beräkningen av justerat eget kapital har vi utgått från de faktiska skattesatserna som är 28 % mellan år 2003-2008 samt 26 % mellan år 2009-2012.

---

<sup>69</sup> Hagberg, A., 2012., ”Lönsamhet och Finansiell Flexibilitet Rederinäringen i Sverige 1997-2006 ”., BAS

<sup>70</sup> <http://www.e-conomic.se/bokforingsprogram/ordlista/kapitalomsattningshastighet>

### 3.7 Soliditet

Med denna studie avser vi undersöka hur företag väljer att finansiera sin verksamhet. Beräkning av kapitalstrukturen visar på ett förhållande mellan företagets eget kapital och skulder. Ett av de mått som beskriver detta förhållande är en beräkning av företagets soliditet. Soliditet beskriver vilken förmåga ett företag har att överleva ekonomiska kriser och konjunkturnedgångar. Om företaget går i förlust påverkas i första hand det egna kapitalet negativt, fortsätter förlusten blir det en påverkan på långivarna som i sin tur kan begära företaget i konkurs. Soliditeten är alltså ett kvotmått på hur eget kapital ställs mot olika variabler så som totala tillgångar.<sup>71</sup>

Det finns en direkt koppling mellan soliditet och företagets skuldsättning då företagets egna kapital ställs i relation till det lånade kapitalet. Skuldsättningsgraden koncentrerar sig på företagets skulder och ställer det i relation till det egna kapitalet. Detta mått beskriver hur många gånger det lånade kapitalet ryms i det egna kapitalet.

Dessa variabler beskriver helt enkelt hur mycket företaget valt att låna pengar och hur mycket som finansieras av det egna kapitalet.<sup>72</sup> Mått som beskriver förhållandet mellan eget kapital och skulder är ett vanligt mått för att mäta kapitalstrukturen i företag och framförallt företagets skuldsättning.<sup>73</sup>

Soliditet beräknas enligt nedan:

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

Då beräkningen av Soliditet har en direkt koppling till skuldsättningsgrad kan ekvationen göras om till:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \left( \frac{1}{\text{Soliditet}} \right) - 1$$

Skuldsättningsgraden kan även beräknas som:

$$\text{Skuldsättningsgrad} \left( \frac{S}{E} \right) = \frac{\text{skulder}}{\text{Justerade eget kapital}}$$

I företagets balansräkning återspeglas tillväxt i företagets tillgångar. I och med denna tillväxt måste en motsvarande större ökning i företagets eget kapital än ökning av skulder ske för att skuldsättningen

---

<sup>71</sup> Johansson. S, Runsten. M., 2005., ”Företagens lönsamhet, finansiering och tillväxt?“, tredje upplaga, Studentlitteratur

<sup>72</sup> Bertmar. L., 1979., ”Löner, lönsamhet och soliditet i svenska industriföretag”., Särtryck ur SOU1979:10. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.

<sup>73</sup> Bates, T.W, Kahle, K. M, Stulz. R. M., 2009., ”Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?“, The Journal of Finance, Vol. LXIV, No 5.

ska förbli oförändrad. En minskad ökning i det egna kapitalet (i förhållande till tillväxttakten) innebär således till att soliditeten sjunker och skuldsättningsgraden ökar.

Skuldsättningen är även en viktig komponent i hävstångsresonemanget där man kan finna ett samband mellan kapitaltillväxt, förändringar i soliditet och lönsamhet.<sup>74</sup> Detta resonemang kommer att belysas senare i undersökningen.

### 3.8 Metodkritik

Oavsett val av metod för att genomföra en studie kommer valet av metod innebära styrkor och svagheter för studien. Denna studie är av tydlig kvantitativ karaktär och det medför att det finns utrymme för en mängd datainsamling som gör det relativt enklare att använda ett större urval och därför kunna dra slutsatser för en hel population. Dessutom baseras studien på historisk finansiell information vilket medför att om man gjorde om undersökning skulle det resultera i att exakt samma svar skulle återfås. Men kvantitativa metoder har svagheter.<sup>75</sup> De historiska värdena som hämtas från företagens årsrapporter kan man aldrig vara säker på redovisningens träffsäkerhet när det gäller att avspegla företaget. Eftersom redovisningen ger utrymme för tolkningar och värderingar baserade på olika grunder kan man aldrig säga att redovisningen till fullo kan sägas avspegla företagets verksamhet. Därför spelar styrelsens en viktig roll där de väljer hur de vill framställa företaget (Positive Accounting theory).<sup>76</sup>

Studien använder sig av en panelstudie som är av longitudinell karaktär. Det betyder att det är varje företag som observeras vid olika observationstillfällen. Det gör att ingen hänsyn tas verksamhets förändring för företagen. Vi har kategoriserat företagen efter primärvård (vårdcentraler) men företagen kan även ha andra rörelseintäkter, t.ex. äldreomsorg, vård i hemmet med mera. Det kan även vara så att primärvården inte är huvudsysslan för företagen under hela observationstiden. Det gäller fram för allt för de marknadsledande företag som ofta investerar i och är aktiva inom flera segment. Panelundersökningen medför också att ingen hänsyn tas till de företagen som faller bort från marknaden eller de företag som tillkommer på marknaden efter 2003.<sup>77</sup>

När det gäller de marknadsledande företagen ingår 3 av företagen i koncerner. Då företagen ingår i koncerner påverkar det redovisningen och resultatet för företagen då företagen bland annat kan

---

<sup>74</sup> Bertmar. L, Molin, G., 1977., *"Kapitaltillväxt, Kapitalstruktur och Räntabilitet. En analys av svenska industriföretag"*., Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.

<sup>75</sup> Bryman. A, Bell. E., 2011., *"Business Research Methods"*., 3rd Edition Oxford University Press, s.167 - 168

<sup>76</sup> Watts. R, Zimmerman. J., 1986., *"Positive Accounting Theory"*., Prentice-Hall Inc

<sup>77</sup> Bryman. A, Bell. E., 2011., *"Business Research Methods"*., 3rd Edition, Oxford University Press, s.58-59

disponera vinster mellan moderbolag samt dotterbolag. I koncerner påverkar dessutom dotterbolagens rörelse koncernens redovisning. Vilket medför att ena företags rörelse kanske inte går i linje med koncernens redovisning eller tvärtom (det är framför allt resultatet som påverkas). Därför innebär det en svårighet i analysen av soliditetsförändringar för de marknadsledande företagen.<sup>78</sup> Detta är en av huvudanledningarna till att vi även kommer analysera koncernbolagen för att utlysa hur aktiebolaget har påverkat koncernen. Dock kommer det fortfarande finnas andra faktorer som påverkar koncernbolagen genom deras respektive dotterbolag.

I undersökningsurvalet ingår endast företag som överlevt observationsperioden vilket gör att de företag som inte överlevt perioden på grund av en misslyckad kapitalstruktur eller andra anledningar inte tas någon hänsyn till. Detta gör att de företag som ingår i undersökningsurvalet och lyckats med sin kapitalstruktur representerar de företag som lyckats överleva perioden. Däremot är dessa företag inte representativa för de nystartade privata vårdföretagen eller för de som inte överlevt perioden.

### **Metodens styrkor**

Då vi använder oss av en kvantitativ metod är det troligt att kunna generalisera resultatet till de privata vårdföretagen som överlevt undersökningsperioden i Sverige. Detta på grund av att vi valt ett slumpmässigt urval på 35 % av de företag som överlevt observationsperioden i Stockholms län.<sup>79</sup>

Vår kvantitativa ansats är tillförlitlig då vi använder oss av sekundär data i form av dokumenterade och arkiverade årsrapporter med historiska siffror som ligger till grund för våra beräkningar. En upprepning skulle därför få samma resultat då empirin är historisk och stabil över tid.

---

<sup>78</sup> Lönnqvist. R., 2012., ”Årsredovisning i koncerner”., Studentlitteratur s. 220

<sup>79</sup> Lind. D, Marchal. G, Wathen. A., 2011., “*Basic Statistics for Business & Economics*”, Costal Carolina University

## 4 Undersökningens population

För att skapa ett representativt urval har vi studerat de 4 marknadsledande aktörerna och 8 mindre vårdföretag.

De 4 marknadsledande företagen består av:

- Capio Koncernen: Är ett av Europas ledande hälso- och sjukvårdsföretag. I Sverige finns 3 närsjukhus, drygt 20 specialistkliniker och över 70 vårdcentraler. Företaget är också aktivt i Norge, Frankrike, Tyskland och Storbritannien. Capio Koncernen ägs av 3 riskkapitalbolag.
- Aleris Koncernen: Bedriver verksamhet inom sjukvård, medicinsk diagnostik, äldreomsorg och psykisk hälsa och har verksamhet i Sverige, Norge och Danmark fördelade på ca 350 verksamheter. Koncernen ägs till 100 % av investmentbolaget Investor.
- Praktikertjänst: Är den största koncernen i Sverige inom privat tandvård, hälso- och sjukvård. Aktieägarna arbetar själva som verksamhetsansvariga på mottagningarna över hela landet.
- Legevisitten AB: Driver verksamhet inom hälsa, vård och omsorg. Verksamheten är fördelad på 25 verksamhetsenheter. Ägare är 4 norska investmentföretag.

De 8 mindre vårdföretagen består av:

- *Din vårdcentral Bagarmossen AB*
- *Mottagningen Sjöstaden AB*
- *Täby Centrum Doktorn AB*
- *Djursholmsdoktorn AB*
- *Kvartersakuten Matteus AB*
- *VåKro AB/Kronans vårdcentral*
- *Tveta Hälsocentral AB*
- *Fornhöjdens Vårdcentrum AB*

## 4.1 Vårdsektorns rörelserisk

De marknadsledande företagen gör egna analyser av rörelserisken i årsredovisningarna. Nedan följer de 4 marknadsledande företagens bedömning av rörelserisken på marknaden

Vid bedömningen av rörelserisken bör beaktas att efterfrågan på vårdplatser kommer att öka i och med att andelen äldre vårdbehövande människor blir allt fler och att efterfrågan på vårdplatser inte är konjunkturberoende.<sup>80</sup> Detta kan jämföras med företag inom andra branscher som till exempel metall företaget Boliden AB som presenterar rörelserisk enligt följande:

*”En konjunkturkänslig verksamhet, exponerad mot fluktuationer mot metallpriser och valutakurser. Verksamheten ger dessutom stora avtryck på omgivande miljö och många processer är förenade med allvarliga arbetsmiljö- och säkerhetsrisker.”<sup>81</sup>*

Aleris:

*”Den största rörelserisken är att förlora kontrakt i konkurrensupphandling samt förändrade marknadsförutsättningar som följd av politiska beslut”<sup>82</sup>*

Praktikertjänst:

*”De politiska riskerna inom vårdområdet är tydliga, särskilt inom hälsa och sjukvård. Hälsa- och sjukvård i Sverige finansieras huvudsakligen med offentliga medel och marknaden är omgärdad av regleringar och offentlig/politisk styrning...”*

Rörelserisken utgörs främst av att förlora befintliga avtal vid upphandling som omfattas av ersättningsgrader, allokering gällande vinsten mm. Hälsa- och sjukvårdsmarknaden kännetecknas av hårdnande konkurrens och tilltagande prispress vilket kan leda till lägre resultatmarginaler.<sup>83</sup>

Capio:

*”Den enskilt största risken för koncernen är politiska beslut som ändrar marknadsförutsättningar... Koncernen verkar inom områden med omfattande reglering och utför behandling av patienter med risk för komplikationer”<sup>84</sup>*

---

<sup>80</sup> [http://www.svd.se/naringsliv/vardbolag-narmar-sig-borsen\\_4952089.svd](http://www.svd.se/naringsliv/vardbolag-narmar-sig-borsen_4952089.svd)

<sup>81</sup> Årsredovisning Boliden AB., 2012

<sup>82</sup> Årsredovisning Aleris AB., 2012

<sup>83</sup> Årsredovisning Praktikertjänst AB., 2012

<sup>84</sup> Årsredovisning Capio Primärvård AB., 2012

Legevisitten:

*”Politiska förändringar och därmed förändrade förutsättningar för vårdbranschen är en verklighet vi hela tiden har att förhålla oss till. Den överhängande risken för bolaget, såväl som för övriga vårdgivare, är om vi inte kan rekrytera, attrahera, utveckla och behålla kompetenta medarbetare.”<sup>85</sup>*

Den politiska risken framhålls således av företagen själva som den dominerande rörelserisken för den privata vårdsektorn. Detta är nu aktuellt i den politiska slutspurten inför valet september år 2014.

Vänsterpartiet anser att vinst som drivkraft försvårar möjligheten att styra vården mot bra kvalitet. I stället kommer vården att styras mot vad som anses vara bättre för ägarna. Vänsterpartiet anser därför att vinster inom vårdsektorn bör avskaffas och denna fråga har hög prioritet inför valet år 2014.<sup>86</sup> Den övriga oppositionen vill också göra begränsningar, dock inte förbjuda vinster men begränsa utdelningarna. Det finns knappt någon risk att vänsterpartiets linje vinner. Begränsningar av utdelningar kommer säkert vara en nackdel för vårdföretagen, men möjligheten att realisera upparbetade vinster som inte kunnat utdelas genom försäljning eller börsintroduktion torde fortfarande finnas kvar.<sup>87</sup>

Vår samlade bedömning för den privata vårdsektorn är att rörelserisken rimligtvis kan antas vara något lägre än genomsnittet av företagen på Stockholmsbörsen. Det är framförallt den politiska debatten om huruvida vård och omsorg ska vara en utdelningsreglerad marknad eller inte.

Det är inte möjligt att vetenskapligt sätta en siffra på vårdföretagens rörelserisk och därur härleda den soliditetsnivå som krävs för en balanserad total risknivå. Men mot antagandet att rörelserisken för vårdföretagen ligger på ett genomsnitt av börsens bolag är det rimligt att anta att börsens genomsnittliga soliditetsnivå som är 40 % är en lämplig riktpunkt för vårdföretagens soliditet.<sup>88</sup> Vi anser att den relativt låga rörelserisken bidrar till att en rimlig soliditetsnivå för den privata vårdsektorn bör rimligtvis ligga vid ca 40 %.

---

<sup>85</sup> Årsredovisning Legevisitten AB., 2012

<sup>86</sup> <https://www.vansterpartiet.se/fordjupning/vard-fordjupning/>

<sup>87</sup> <http://www.dn.se/ekonomi/debatten-oroar-vardforetagen/>

<sup>88</sup> Unionens bolagsindikator., 2013., ”Haltande Europa och stark krona tynger börsbolagen”

## 4.2 Analys av finansiell strategi och kapitalstruktur inom den privata vårdsektorn

Analysen är inriktad på koncernredovisningen men också med underlag från dotterbolag som bland annat visar exempel på koncerninterna relationer. Inget av vårdföretagen som undersökt är börsnoterade.

### Capio koncernen

Capio-koncern är ett av Europas ledande hälso- och sjukvårdsföretag. I Sverige finns 3 närsjukhus, drygt 20 specialistkliniker och över 70 vårdcentraler. Koncernen är också aktiv i Norge, Frankrike, Tyskland och Storbritannien. Capio förvärvades år 2006 av 3 riskkapitalbolag som via holdingbolaget Ygiea Top Holding äger Capio. Capio avnoterades därmed från stockholmsbörsen.

Capio koncernen	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	8926	8800	11371		12251	12849	15728 (3)	9730 (4)	9855	10429
Kapitalomsättningshastighet (ggr) (1)	0,97	0,99	0,71		0,46	0,41	0,71	0,54	0,74	0,79
Soliditet (%)	28	37 (5)	29 (6)		17 (7)	11	14	32	32	30
Skuldsättningsgrad (ggr)	1,05	1,06	1,45		2,28	3,7	3,9	1,2	1,12	1,35
Avkastn. EK (%) Före skatt	6,7	16	14,3		-6,2	-4,4	-1,8	-11,6	9,2	-4,6
Avkastn. Syss kap (%)	5,4	12,6	9,4		1,4	3,3	4	3,8	9,4	2,4
Nettoresultat (MSEK)	181	674	546		-896 (2)	-1613 (2)	-520	2827 (8)	-228	-168
Utdelning (MSEK)	0	0	0		0	0	0	1587	0	0
Antal anställda	10808	8339	13463		15321	14641	16288	10334	9505	10142

Ygiea Top Holding AB förvärvade Capio i November 2006. Det finns därför ingen koncernredovisning för år 2006.

Noter:

- 1) Den relativt låga kapitalomsättningshastigheten är hänförlig till Goodwill från förvärv samt att koncernen äger betydande fastigheter.
- 2) -956 MSEK är hänförlig till verksamhet under avveckling under år 2008 och -500 MSEK under år 2009.
- 3) Ökningen i huvudsak hänförd till tillkommande verksamhet och kursförändring.
- 4) Minskar genom avyttrad verksamhet. Jämförelse med exklusive avyttrad verksamhet: år 2007; 7031MSEK, år 2008; 8459 MSEK, år 2009; 10128 MSEK.
- 5) Nyemission 101 MSEK.
- 6) Nyemission 496MSEK.
- 7) Nyemission 1799 MSEK.
- 8) Inkl. vinst: 3470 MSEK från avyttrad verksamhet.

**Capio koncernen** har generellt en låg lönsamhet under hela perioden till stor del av goodwillavskrivningar och stora omstruktureringskostnader. Soliditeten och nettoresultatet sjönk kraftigt under perioden år 2007-2009 på grund av verksamhet under avveckling. Nedgången i soliditet motverkades bara delvis genom nyemissioner. Å 2010 avyttrades olönsamma verksamheter och realisationsvinsten från försäljningen fick en stor positiv effekt på soliditeten som dock stannade vid 32 % eftersom företaget samtidigt valde att göra en utdelning. Sedan dess har soliditeten legat kvar på 30 % -nivån på grund av att lönsamheten fortfarande varit låg, men det kan också vara en medveten policy från företagets sida vilket utdelningen år 2010 tyder på. Den låga soliditeten kompenseras av att det finns 3 starka ägare i koncernen som sannolikt kan erfordra kapital vid behov. Detta har också visat sig genom att det bland företagets skulder funnits en betydande andel aktieägarlån som om de omvandlas till eget kapital skulle öka soliditeten och minska skuldsättningsgraden märkbart.

Utredningen är baserad på koncernredovisningen, men nedan vill vi också genom några exempel visa hur finansieringen sker inom koncernen.

## Capio Primärvård AB

Tidigare Carema Primärvård AB. Förvärvades av Capio Koncernen år 2012.

Capio Primärvård AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (6)	2012
Omsättning (MSEK)	183	155	164	273	359	407	686	762	740	684
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	1,8	1,4	1,4	1,7	1,5	1,7	2,9	3,5	3,3	3,9
Soliditet (%)	16,4	19,6	14,9 (1)	7,3 (2)	17,9 (3)	34,3 (4)	36,3	37,4	42,6 (5)	54,3
Skuldsättningsgrad (ggr)	3,4	3,05	4,2	7,8	3,07	0,75	0,66	0,68	0,46	0,097
Avkastn. EK (%) Före skatt	94	72	81	197	33,7	3,7	-14,7	20,1	-98	-9,7
Avkastn. Syss kap (%)	17,7	21,5	19,9	26	15,5	12,6	-3,4	20	3	-5,6
Nettoresultat (MSEK)	18	22	24,6	43,4	-11,2	0	0	4,4	0	0
Utdelning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Antal anställda	245	162	163	280	306	347	519	553	523	499

Noter:

- |                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 1) Lämnat koncernbidrag: 40 MSEK   | 4) Aktieägartillskott: 40 MSEK  |
| 2) Lämnat koncernbidrag: 71,5 MSEK | 5) Aktieägartillskott: 15,6 MSEK  |
| 3) Aktieägartillskott: 40 MSEK     | 6) Brutna redovisningsperioder har proportionellt omräknats till kalenderår |

Påverkan på nettoresultatet genom vinstöverföringar inom koncernen enligt kommissionsavtal.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>MSEK</b>	9,9	17	21,4	41,5	-25,2	-2,7	12,7	-9,6	9,1	9,3

Capio Primärvård AB förvärvade Carema Primärvård AB år 2012. Generellt uppvisade företaget under den inledande perioden en relativt låg soliditet som sedan ökar vid slutet av perioden på grund av aktieägartillskott. Den låga soliditeten år 2005 och 2006 beror på att företaget lämnat koncernbidrag dessa år. Lönsamheten för företaget var under de inledande åren god och avtog sedan mot slutet av perioden. Vinstöverföringar från och till andra bolag inom koncernen har skett dels genom koncernbidrag som bara påverkar eget kapital och dels genom kommissionsavtal som går direkt mot nettoresultatet.

## Capio Närsjukvård AB

Föremålet för bolagets verksamhet är att bedriva kvalificerad vård inom allmänmedicin och specialistsjukvård för offentliga och privata beställare samt företag

Capio Närsjukvård AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Omsättning (MSEK)</b>	175	192	226	202	245	619	726	558	987	1073
<b>Kapitalomsättningshastighet</b>	3,1	3,6	3,5	4,7	4,6	3,1	2,6	2,7	2,9	3,7
<b>Soliditet (%)</b>	21,1 (1)	20 (2)	20,1 (3)	20,3 (4)	16,7 (5)	21,1 (6)(10)	15,8 (7)	23,2 (8)(11)	17 (9)	21,3 (12)
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	1,32	1,03	2,15	0,76	1,4	2,05	2,46	1,71	2,91	1,32
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	135	175	169	139	103	109	-20,1	-105	-133	-8,9
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	58	86	54	80	43,5	37,5	-4,8	18,7	-14,8	-1,4
<b>Nettoresultat MSEK</b>	0 (1)	0 (2)	0 (3)	0 (4)	0 (5)	0 (6)	0 (7)	0 (8)	0 (9)	0
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Antal anställda</b>	192	199	209	224	259	590	506	476	619	858

År 2008 skedde fusion med två andra närsjukhus: Capio Axess AB och Capio Citykliniken

Noter:

- |  |   |
|--|---|
| 1) 16 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal vilket minskar nettoresultatet | 6) 45 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal |
| 2) 19 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal                                | 7) 9 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal  |
| 3) 18 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal                                | 8) 52 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal |
| 4) 14 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal                                | 9) 79 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal |
| 5) 17 MSEK har överförts till andra koncernbolag via kommissionsavtal                                | 10) Aktieägartillskott: 75 MSEK                                       |
|  | 11) Aktieägartillskott: 3 MSEK  |
|  | 12) Aktieägartillskott: 10 MSEK                                       |

Capio Närsjukvård AB uppvisar lönsamhet fram till år 2008, därefter avtar lönsamheten och blir negativ. Företaget upprätthåller en soliditet kring 20 %. Överföringen av koncernvinster kompenseras bland annat av aktieägartillskott för att upprätthålla soliditeten. Nettoresultatet är 0 på grund av att vinstmedel överförs till andra koncernföretag via kommissionsavtal.

## Aleris koncernen

Aleris-koncern bedriver verksamhet inom sjukvård, medicinsk diagnostik, äldreomsorg och psykiskt hälsa och har verksamhet i Sverige, Norge och Danmark.

Aleris koncernen	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (2)	2011	2012
Omsättning (MSEK)			1754	2512	2801	3309	3881	1758	5123	6732
Kapitalomsättningshastighet (ggr) (3)			0,86	1,1	1,1	1,2	1,3		0,72	1,2
Soliditet (%)			28,1	25,9 (4)	23,2	21,1 (5)	21	28 (6)	30 (7)	31 (8)
Skuldsättningsgrad (ggr)			1,86	2,01	2,27	2,65	2,65	2,07	1,85	1,65
Avkastn. EK (%) Före skatt			8,2	16,9	18,8	-0,66	-10,5	-6,3	-13,9	-32,1
Avkastn. Syss kap (%)			6,1	4,9	4,8	6,1	2,4	0,17	0,49	-18,3
Nettoresultat (MSEK)			15,2	-21,1 (1)	-20,9 (1)	-24,9 (1)	-99 (1)	-93 (1)	-308 (1)	-713 (1)
Utdelning (MSEK)			0	0	0	0	0	0	0	0
Antal anställda			2479	3403	3516	3122	3709	3686	4449	6042

Koncernredovisning för år 2003 och år 2004 är ej tillgänglig.

Noter:

- |  |   |
|--|---|
| 1) Låg lönsamhet förklaras till största del av stora Goodwillavskrivningar.  | 3) Stora tillgången i Goodwill minskar kapitalomsättningshastigheten. |
| 2) Aleriskoncernen förvärvades av Investor från EQT den 9 augusti 2010 genom det nybildade bolaget Sirela Sweden AB. Koncernsiffror finns därför endast för del av 2010. | 4) Nyemission: 49,7 MSEK  |
|  | 5) Nyemission: 44,3 MSEK  |
|  | 6) Aktieägartillskott: 1548 MSEK                                      |
|  | 7) Aktieägartillskott: 1019 MSEK                                      |
|  | 8) Aktieägartillskott 800 MSEK  |

**Aleris Koncernen** präglas av en soliditet kring 25 % under perioden. Soliditeten upprätthålls genom nyemissioner och aktieägartillskott. Lönsamheten är relativt låg för koncernen och det dåliga nettoresultatet förklaras till stor del av goodwillavskrivningar. De stora tillgångarna i goodwill minskar kapitalomsättningshastigheten. Företaget uppvisar en likartad skuldsättningsgrad för perioden. Då avkastningen på sysselsatt kapital är låg får företaget ingen hävstångseffekt. Istället fokuserar företaget på att upprätthålla soliditeten genom aktieägartillskott och nyemission. Den relativt låga soliditeten kompenseras av att bolaget ägs av holdingbolaget Investor som har möjlighet att bidra med finansiellt stöd vid behov. Bland annat har Aleris ett aktieägarlån på 1300 MSEK som om det konverterades till eget kapital skulle öka soliditeten markant samt minska skuldsättningsgraden år 2012. Företaget har inte gjort några utdelningar vilket kan höra ihop med det dåliga nettoresultatet under perioden. Koncernen har ett stort aktieägarlån (1900 MSEK) som ur analyspunkt är ganska likt

ett aktieägartillskott. Skulle lånet redovisas som ett aktieägartillskott skulle skuldsättningsgraden sjunka till 0 och soliditeten uppgå till nära 100 % år 2012.

Utredningen är baserad på koncernredovisningen, men nedan vill vi också genom några exempel visa hur finansieringen sker inom koncernen.

## Aleris AB

Bolaget skall bedriva sjuk- och hälsovård, konsultverksamhet inom affärs-, personal- och systemutveckling, medicinsk konsult- verksamhet samt handel med lös egendom inom ovanstående områden.

Aleris AB	2003	2004	2005 (1)	2006	2007 (2)	2008	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	402	377	576	768	535	560	447	608	680	1600 (6)
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	1,7	1,7	0,76	0,86	0,8	0,96	1,4	2,4	1,9	1,4
Soliditet (%)	30,9	34,8	53,8 (7)	60,1 (8)	78,7	23,8 (9)	43,6	40,8	31,8 (10)	23,9
Skuldsättningsgrad (ggr)	1,16	0,83	0,52	0,35	0,06	2,6	0,82	0,6	1,36	2,34
Avkastn. EK (%) Före skatt	-30,5	-25	8,5	12,4	-0,01	-251	-3,4	-3,2	-7 (5)	-59
Avkastn. Syss kap (%)	-13,3	4,4	5,7	9,1	-0,008	-70	-1,8	-1,2	-1,4	-9,8
Nettoresultat (MSEK)	1,6	-24,9	4,6	38,9	-2,6	-300 (3)	-2,9	-33,7 (4)	14,8	-126,9
Utdelning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Antal anställda	371	361	533	650	523	520	399	352	381	1151

Noter:

- |  |  |
|--|--|
| 1) Flera bolag har fusionerats in i Aleris AB  | 5) Återföring av tidigare års skatter med 30 MSEK            |
| 2) Viss verksamhet har överförts till andra koncernbolag   | 6) Fusion av ett stort antal bolag från den övriga koncernen |
| 3) Bokföringsmässig förlust vid avyttring av verksamhet och därvid avskrivning av Goodwill på 351 MSEK | 7) Aktieägartillskott: 470 MSEK                              |
| 4) Uppjustering av tidigare år skatter med 30 MSEK   | 8) Avlämnat koncernbidrag: 96 MSEK                           |
|  | 9) Avlämnat koncernbidrag: 47,7 MSEK                         |
|  | 10) Avlämnat koncernbidrag: 23,9 MSEK                        |

Aleris AB visar generellt på en hög soliditet genom den undersökta perioden trots att man lämnade koncernbidrag som påverkar soliditeten negativt. Den höga soliditeten år 2005 kan hänföras till ett stort aktieägartillskott på 471 MSEK som även ligger till grund för den fortsatt höga soliditeten fram

till år 2008. Lönsamheten för företaget fluktuerar kring ett 0-resultat förutom år 2008 då avskrivningar på goodwill gjordes på 351 MSEK, vilket går att hänföra till det dåliga nettoresultatet. Företaget har en relativt låg skuldsättningsgrad där de räntebärande skulderna främst består av skulder till koncernföretag. År 2012 skedde en fusion av ett stort antal bolag från den övriga koncernen vilket drev upp och förklarar ökningen i omsättning och antal anställda.

## Legevisitten AB

Legevisitten AB driver verksamhet i Sverige inom hälsa, vård och omsorg. Ägare är fyra norska investmentbolag.

Legevisitten AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (1)	2011	2012
Omsättning (MSEK)	24,7	45	52,6	68,3	107,9	110,7	122,9	337,4	341	325,8
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	2,9	4,5	4,4	5,4	2,9	2,7	2,5	3,4	5,6	5,4
Soliditet (%)	43	34	16,8	27	38,7	19	29,6	16,3	8,4	11,8
Skuldsättningsgrad (ggr)	0,44	0	0,09	0	0,43	1,4	1,07	0,77	2,47	1,38
Avkastn. EK (%) Före skatt	123	91,2	-82,4	23,5	43,7	-103	46,4	-128	-218	27,2
Avkastn. Syss kap (%)	85,3	91,6	-71	6,1	32	-40	7,4	-70	-55	20,4
Nettoresultat (MSEK)	3,3	1,7	-0,6	0,9	3,2	-4,7	5,2	-17,1 (2)	-11,2 (2)	1,9
Utdelning (MSEK)	3,5	0	0	0,4	5	0	5	0	0	0
Antal anställda	6	51	53	53	73	69	75	330	357	297

Noter:

- 1) Fusion av nya enheter
- 2) Etableringsomkostnader för nya enheter har dragit ner resultatet.

**Legevisitten AB** har fram till 2010 års fusion uppvisat en fluktuerande soliditet kring ca 30 %. Efter fusionen uppvisade Legevisitten en dålig lönsamhet som speglar sig i den låga soliditeten som sjunker kraftigt från år 2010 till år 2012 där man heller inte haft något aktieägartillskott för att upprätthålla soliditeten. Den fluktuerande soliditeten under perioden kan även hänföras till de utdelningar som sker då nettoresultatet varit positivt. Soliditeten är i slutet av perioden lägre än vad vi anser vara rimligt med hänsyn till rörelserisken. Den låga soliditeten ska dock ses mot bakgrund av att det finns starka ägare som har möjligt att tillföra kapital vid behov. Bland annat har företaget fått ett aktieägarlån på 7 MSEK som om det konverteras till eget kapital skulle öka soliditeten från 11,8 % till 23,5 % år 2012.

## Praktikertjänst AB (Koncernredovisning)

Praktikertjänst är den största koncernen inom privat tandvård och hälso- och sjukvård i Sverige.

Aktieägarna arbetar själva som verksamhetsansvariga på mottagningar över hela landet.

Praktikertjänst AB Koncernen	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (1)	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	8 609	9 120	9 048	8 302	8 327	7 673	8 354	8 644	8 957	9 233
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	1,8	1,8	1,7	1,5	1,3	2,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Soliditet (%)	49	48,8	49,6	51,7	55,3	56,9	60 (2)	62,3 (3)	62	58,3
Skuldsättningsgrad (ggr)	0,77	0,7	0,7	0,62	0,46	0,04	0	0	0,009	0,002
Avkastn. EK (%) Före skatt	15,2	18,2	19,4	22,6	22	17,3	20,8	21	20	18,3
Avkastn. Syss kap (%)	15,5	19,4	18,4	15,3	10	19,1	22,3	22,7	21	20
Nettoresultat (MSEK)	251	327	356	532	646	402	570	618	587	501
Utdelning (MSEK)	193	294	332	343	441	441	539	650	650	650
Antal anställda	10 594	14 772	14 775	12 508	11 945	8 535	8 675	8 751	8 767	8 761

Noter:

- 1) Avyttringar av verksamheten har skett för att renodla verksamheten
- 2) Nyemission: 100 MSEK
- 3) Nyemission: 100 MSEK

**Praktikertjänst AB** har en tydlig långsiktig strategi. Det märks framförallt på den väldigt höga soliditeten genom hela perioden samt den låga skuldsättningsgraden. Trots den höga soliditeten gör man dessutom utdelningar som minskar det egna kapitalet. Den höga soliditeten går att hänföra till det positiva nettoresultatet då lönsamheten har varit god över hela perioden. Denna finansiella strategi gör att man inte utnyttjar den hävstångseffekt som ges vid belåning. Vilket medför att företaget inte vinstmaximerar genom hävstångseffekten utan använder sig mer av en långsiktig strategi med hög soliditet.

## CityAkuten i Praktikertjänst AB (helägt dotterbolag till Praktikertjänst AB)

Företaget bedriver hälso- och sjukvård på attraktiva lägen i Stockholm, Göteborg och Lidköping.

CityAkuten Praktikertjänst AB (Helägt dotterbolag till Praktikertjänst AB)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Omsättning (MSEK)</b>	142	151	151	151	166	209	248	250	233	257
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	2,9	2,8	3,5	3,9	3,7	4	4,2	5,3	4,9	3,7
<b>Soliditet (%)</b>	29	32	38	40	34 <b>(1)</b>	29 <b>(2)</b>	26 <b>(3)</b>	33 <b>(4)</b>	32 <b>(5)</b>	22 <b>(6)</b>
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	1,15	1,04	0,45	0,21	0,6	0,88	0,54	0,21	0,09	1,18
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	-33	21	20	-9,3	9,9	21,5	62	49,6	72,7	33,5
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	-13	11,9	15,2	-6,3	7,3	12,7	40,5	41	67,5	17,6
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	-1,4	2,16	0,78	-0,34	1,5	2,1	6,6	5,6	8,5	3
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Antal anställda</b>	98	104	110	121	110	131	162	156	150	168

Noter:

- |                                   |                                    |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| 1) Lämnat koncernbidrag: 1,9 MSEK | 4) Lämnat koncernbidrag: 7,7 MSEK  |
| 2) Lämnat koncernbidrag: 3,5 MSEK | 5) Lämnat koncernbidrag: 11,2 MSEK |
| 3) Lämnat koncernbidrag: 8,9 MSEK | 6) Lämnat koncernbidrag: 4 MSEK    |

**CityAkuten i Praktikertjänst AB** har en stabil soliditetsutveckling under perioden. Även om företaget lämnat koncernbidrag har man upprätthållit en god soliditet. Från år 2007 till år 2012 har CityAkuten årligen lämnat koncernbidrag vilket gör att det egna kapitalet har minskat. Lönsamheten för företaget är till stor del positiv då endast 2 av de observerade åren uppvisar en negativ avkastning. Skuldsättningen är relativt låg i företaget vilket även tyder på en låg risk hos företaget. Vår samlade bedömning av företaget är att CityAkuten uppvisar en stabil finansiell strategi.

## Din Vårdcentral Bagarmossen AB

Bolaget skall bedriva öppenvårdsmottagning, hemsjukvård, läkarinsatser i särskilt boende samt därmed förenlig verksamhet.

<b>Din Vårdcentral Bagarmossen AB</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Omsättning (MSEK)</b>	46	46	45,7	46,2	44,9	39,5	38,2	38,4	37,9	39,5
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	3,95	3,94	3,92	3,31	2,56	2,42	2,5	2,57	2,53	2,512
<b>Soliditet (%)</b>	39,1	38,9	45,1	48,5	57,3	61,7	62,3	62,1	61,3	61,9
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,02
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	79	1	22	34	48	3	-6	-1	1,7	10,4
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	77	3	22	34	48	3	-5	-1	1,7	10,2
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	1,883	0,119	0,562	1,152	2,525	0,381	0,167	-0,038	0,158	0,827
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0,04	0,05	0,07	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
<b>Antal anställda</b>	39	42	39	35	31	34	33	41	41	38

**Din Vårdcentral Bagarmossen AB** använder sig av en långsiktig strategi. Soliditeten är genomgående hög och har ökat för hela perioden. Din Vårdcentral Bagarmossen AB har inte heller några räntebärande skulder och har därför en väldigt låg skuldsättningsgrad. Lönsamheten har varit till majoriteten god med undantag från år 2009 och 2010. Det går inte att tyda några hävstångseffekter då företaget inte har några räntebärande skulder.

## Mottagningen Sjöstaden AB

Sjöstaden AB bedriver hälso- och sjukvård inom primärvården på uppdrag av Stockholms läns landsting.

Mottagningen Sjöstaden AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	16,4	17,2	20	20,7	21	20,7	22,7	24,8	26,9	23,2
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	2,5	2,3	1,8	1,7	2,3	2,5	2,6	3,1	4	2,3
Soliditet (%)	53,81	64,66	60,29	63,33	57,3	59,36	61,87	55,1	50,51	59,61
Skuldsättningsgrad (ggr)	0,02	0	0	0	0	0	0,002	0	0	0,22
Avkastn. EK (%) Före skatt	68,3	57,6	45	54,5	20,3	9,8	18,2	38,6	31,3	77
Avkastn. Syss kap (%)	67	57,6	45	54,5	20,4	10,2	18,1	38,6	31,4	17,7
Nettoresultat (MSEK)	1,3	1,5	1,6	2,2	0,7	0,4	0,8	1,3	1,8	4,1
Utdelning (MSEK)	0,6	0,4	2,1	3	0,6	0,4	2,1	1,5	2	4
Antal anställda	13	13	13	16	17	18	18	18	18	13

Mottagningen Sjöstaden AB uppvisar även de en god soliditet. Soliditeten är hög under hela perioden och tillsammans med den goda lönsamheten bidrar det till att företaget kan göra stora utdelningar men behålla den höga soliditeten. Skuldsättningsgraden är kring 0 vilket gör att företaget inte får någon hävstångseffekt.

## Täby Centrum Doktorn AB

Täby Centrum Doktorn AB är en husläkarmottagning i Täby Centrum.

<b>Täby Centrum Doktorn AB</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Omsättning (MSEK)</b>	26,8	31,1	37,4	41,2	45,2	49,4	49,9	50,5	51,5	52,8
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	3,7	3,6	3,7	4,9	4,8	4,7	4,6	4,8	4,7	4,5
<b>Soliditet (%)</b>	23,58	30,44	31,85	29,27	22,66	29,94	33,53	34,2	44,49	47,47
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	57,6	85	78,4	127	113	135	131	120	126	124,5
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	52,4	85,2	78,4	128	115,5	140,6	132	122,4	127,5	124,6
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	0,5	1,2	3	2,2	1,7	3	3,5	3,1	4,5	4,6
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0,7	1,3	3	2	2	3	3,2	2	4,3	4,6
<b>Antal anställda</b>	31	30	29	29	34	37	37	35	35	35

**Täby Centrum Doktorn AB** har en hög avkastning för alla observerade tillfällen. Trots den goda avkastningen är soliditetsnivån kring 30 %. Det beror på de stora utdelningarna som företaget gör för att kompensera den goda lönsamheten. Hade företaget valt att behålla vinstmedlen i företaget hade det fått en direkt effekt på soliditet som då hade stigit kraftigt. Den relativt höga kapitalomsättningshastigheten beror på företagets låga summa anläggningstillgångar

## Djursholmsdoktorn AB

Bolagets verksamhet är att bedriva sjuk- och hälsovård, även idka förenlig verksamhet.

Djursholmsdoktorn AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	5,14	5,40	5,80	6,10	6,60		7,70	7,70	7,30	7,80
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	5,29	6,35	6,82	7,05	7,14		7,65	8,03	6,95	6,81
Soliditet (%)	24	28,3	26,3	2,5	6,2		22,9	28,9	9,5	36,9
Skuldsättningsgrad (ggr)	0	1,1	0,86	13,45	1,74		0,92	0,58	0	0
Avkastn. EK (%) Före skatt	61	6	4	-541	61		94	23	-77	97
Avkastn. Syss kap (%)	70	7	10	-29	46		59	22	-42	108
Nettoresultat (MSEK)	0,096	0,007	0,002	-0,094	0,035		0,168	0,047	-0,077	0,263
Utdelning (MSEK)	0	0	0	0	0		0	0,1	0	0,2
Antal anställda	4	4	5	5	5		5	5	5	5

**Djursholms Doktorn AB** har haft en fluktuerande lönsamhet. Då företaget uppvisar ett dåligt resultat avspeglas det direkt i det egna kapitalet och därmed även soliditeten. Det förklarar den låga soliditeten som uppstår år 2006, 2007 och 2011. Företaget har inte gjort något aktieägartillskott för att upprätta soliditeten utan den har istället låtit soliditeten sjunka. Det leder till att företaget under dessa år (2006,2007 och 2009) är utsatt för en stor risk. Även skuldsättningsgraden varierar mellan åren, detta till följd av företagets dåliga resultatutveckling och det är ingen finansiell strategi för att utnyttja hävstångseffekten och vinstmaximera.

## Kvartersakuten Matteus AB

Bolaget bedriver sjukvård samt därmed sammanhängande utbildning och forskning och därmed förenlig verksamhet.

<b>Kvartersakuten Matteus AB</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Omsättning (MSEK)</b>	22,10	24,50	29,25	32,2	34	36	38,70	29,7	41,2	19,8
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	4,25	4,6	4,59	5,65	5,41	4,32	4,82	4,74	4,52	2,94
<b>Soliditet (%)</b>	2,6	21	17,7	31,8	22,1	30,5	26	39,4	45,8	40,9
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	5,84	0	0,06	0,03	0,21	0,11	0,1	0,02	0	0
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	-880	142	52	83	98	114	95	99	94	59
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	-124	146	52	83	85	108	89	99	95	59
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	-0,293	0,777	0,611	1,078	0,939	1,953	1,074	1,783	3,174	1,698
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0	0,4	0,39	0,78	0,9	1,833	0	1,48	3,24	1,83
<b>Antal anställda</b>	32	29	28	29	29	34	29	29	32	36

**Kvartersakuten Matteus AB** har under de tidigare åren en låg soliditet, under perioden har företaget däremot vänt trenden och uppvisar de senaste åren en högre soliditet. Den växande soliditeten kan härledas till den positiva lönsamheten som företaget har haft. Dock använder sig företaget av utdelning vilket gör att det tar längre tid för soliditeten att öka. Skuldsättningen är låg för hela perioden.

## VÅKRO AB

VÅKRO AB bedriver primärvård/allmänmedicin

<b>VÅKRO AB</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Omsättning (MSEK)</b>	32,7	35,1	34,8	35,4	38	44,7	48,7	51,5	53,6	60
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	4,9	4,5	4,2	4	4,2	3,6	3,4	3,2	3,6	3,2
<b>Soliditet (%)</b>	37	34	42	38	43	51	52	48	55	53
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	29,9	29	45,7	12,5	31,8	56,7	26,4	18,1	21,7	35
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	30,7	29,7	45,9	12,6	31,9	56,7	26,6	18,2	21,3	34,7
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	0,4	0,4	1,1	0,2	0,9	2,1	1,2	0,9	1	1,8
<b>Utdelning (MKR)</b>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	0,5	1	0,8	4,7
<b>Antal anställda</b>	51	51	54	56	55	58	61	66	68	65

**VÅKRO AB** uppvisar inga skulder och dessutom är lönsamheten hög och stabil för perioden.

Företaget har även en hög soliditet som korrigeras med hjälp av utdelningar. Företaget har växt kraftigt både i omsättningen samt i antalet sysselsatta.

## Tveta HälsoCentral AB

Bolaget verkar inom hälso- och sjukvårdsbranschen även idka därmed förenlig verksamhet.

<b>Tveta HälsoCentral AB</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Omsättning (MSEK)</b>	16,5	22,7	23,8	24,6	25,6	26,0	22,8	22,5	24,0	23,2
<b>Kapitalomsättningshastighet (ggr)</b>	2,12	2,8	2,03	2,64	2,28	2,53	4,34	4,91	5,05	4,5
<b>Soliditet (%)</b>	9,2	17	33,5	25,9	25,7	55,2	24,3	26,8	24,2	23,5
<b>Skuldsättningsgrad (ggr)</b>	0,27	0	0	0,14	0,11	0,08	0	0	0	0
<b>Avkastn. EK (%) Före skatt</b>	121	64	91	100	123	124	117	96	87	55
<b>Avkastn. Syss kap (%)</b>	90	67	91	89	112	115	120	99	89	56
<b>Nettoresultat (MSEK)</b>	0,43	0,45	2,91	1,73	2,54	5,07	1,09	0,63	0,53	0,32
<b>Utdelning (MSEK)</b>	0,0	0,0	3,0	1,9	2,2	5,5	0,9	0,8	0,4	0,2
<b>Antal anställda</b>	19	21	21	29	26	22	23	24	21	21

**Tveta HälsoCentral AB** uppvisar en hög avkastning för hela perioden. Trots att företaget har väldigt låg skuldsättningsgrad och hög avkastning så ökar inte soliditeten. Det på grund av de utdelningar som företaget gör, vilket medför att soliditeten blir relativt låg trots att avkastningen är hög.

## Fornhöjdens Vårdcentrum AB

Fornhöjdens Vårdcentrum AB är dotterbolag till konsult- och värdepappersföretaget Procaritas AB. Procaritas AB behöver enligt redovisningslagen inte göra koncernredovisning. Fornhöjdens Vårdcentrum AB bedriver sjuk- och hälsovård samt därmed förenlig verksamhet.

Fornhöjdens Vårdcentrum AB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsättning (MSEK)	9	9,4	11	9,7	9,8	11,3	13,8	15	17	17,8
Kapitalomsättningshastighet (ggr)	2,9	2,4	2,5	2,1	1,9	2,3	2,4	1,9	3,6	5,8
Soliditet (%)	65,6	64,4	66,2	71,8	71,4	74,3 (1)	66,6 (2)	36,7 (3)	13,5 (3)	27,9 (5)
Skuldsättningsgrad (ggr)	0	0	0	0	0,16	0	0,1	1,17	3,38	0
Avkastn. EK (%) Före skatt	31,6	49,4	42,5	31,1	25,1	30,3	54,8	83,7	415,6	348
Avkastn. Syss kap (%)	31,8	49,4	42,5	31,3	24	30,3	46,8	38,3	94,7	347
Nettoresultat (MSEK)	0,4	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,7
Utdelning (MKR)	0,4	0	0	0	0	0,3	0,5	2,8	0,5	0,5
Antal anställda	8	8	10	10	10	13	16	16	19	20

Noter:

- |  |  |
|--|--|
| 1) Koncernbidrag till moderbolag: 1 MSEK   | 4) Koncernbidrag till moderbolag: 2 MSEK |
| 2) Koncernbidrag till moderbolag: 1,5 MSEK | 5) Koncernbidrag till moderbolag: 2 MSEK |
| 3) Koncernbidrag till moderbolag: 3 MSEK   |  |

Fornhöjdens Vårdcentrum AB uppvisar en god soliditet fram till år 2008 då företaget delar ut koncernbidrag fem år i följd. Då kan man se hur soliditeten sjunker och den skuld till koncernföretaget som uppkom år 2010 får relativt stort utslag på skuldsättningsgraden. Fornhöjdens Vårdcentrum har haft en hög lönsamhet under hela perioden och har dessutom delat ut vinstmedel via utdelning. Den låga soliditeten vid slutet av perioden beror på koncernbidrag till moderbolaget Procaritas AB.

Koncernen har dock en högre soliditetsnivå vid slutet av perioden mot bakgrund av att moderbolaget Procaritas soliditet uppgår till följande:

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Soliditet (%)	24	35	52	67	63	67	75	73	82	55

## 5. Resultat

Syftet med studien är att utreda vilka finansiella strategier privata vårdföretag tillämpar och om de byggt upp tillräcklig finansiell styrka för en långsiktig utveckling.

Genom analysen av rörelserisken för de privata vårdföretagen har vi kommit fram till att den genomsnittliga soliditeten för bolagen på Stockholmsbörsen som är 40 % är en rimlig riktlinje för balans mellan rörelserisk och finansiell styrka.

De marknadsledande företagen			
	<b>Capio, Aleris, Legevisitten</b>	<b>Praktikertjänst</b>	<b>Mindre vårdföretag</b>
<b>Lönsamhet</b>	Låg	Hög	Hög
<b>Soliditet</b>	Låg	Hög	Hög
<b>Skuldsättning</b>	Hög	0	0
<b>Finansiering</b>	Internt genererade medel, lån, eget kapital	Internt genererade medel	Internt genererade medel

Figur 5. Sammanfattande figur av vårdsektorns finansiella strategier (kapitalstruktur) och prestation.

Efter analysen ha vi kommit fram till att en samlad konsolidering av den privata vårdsektorn förhåller sig enligt figur 5. De mindre vårdföretagen som är den dominerande företagsformen visar hög lönsamhet och en hög soliditet som i regel ligger nära 50 procent under den tio- åriga mätperioden. Trots hög avkastningen på sysselsatt kapital och hög soliditet utnyttjar inte företagen möjligheten enligt *Trade-off* teorin att ta upp lån och med hjälp av hävstångseffekten och skatteskölden öka avkastningen på eget kapital. Företagen väljer i stället att helt finansiera verksamheten med intern genererade medel och prioritera hög soliditet genom att anpassa utdelningen så att den höga soliditetsnivån upprätthålls.

Bland de marknadsledande stora företagen har Praktikertjänst liksom de mindre vårdföretagen hög lönsamhet och hög soliditet (ca 50 %). Inte heller Praktikertjänst utnyttjar möjligheten att höja avkastningen på eget kapital genom att uppta lån och utnyttja hävstångseffekten och skatteskölden. Efter initial anskaffning av eget kapital sker finansieringen under tio- årsperioden med internt genererade medel. Utdelningen anpassas så att den höga soliditetsnivån bibehålls.

De tre övriga stora marknadsledande företagen har låg lönsamhet och en soliditet som är 30 procent eller lägre under undersökningsperioden. Den låga lönsamheten beror i huvudsak på stora

goodwillavskrivningar och kostnader för omstrukturering av verksamheten. För att klara likviditetsbehov sker finansiering, förutom med internt genererade medel (i huvudsak ingen utdelning under perioden) med hjälp av nyemission, aktieägarlån, aktieägartillskott och genom lånefinansiering på kreditmarknaden. Den låga soliditeten kompenseras dock av att företagen har starka ägare som troligen kan tillföra kapital till bolagen vid behov. Detta kan bland annat belysas av aktieägarlånen som till sin karaktär är ganska lika aktieägartillskott genom att de vid behov kan omvandlas till eget kapital och därmed öka soliditeten och minska skuldsättningsgraden.

De tillämpade finansiella strategierna inom vårdföretagen har framgått ovan. Därvid framgår att *Trade-off* teorin inte tillämpats trots att det varit möjligt. När det gäller *Free Cashflow* teorin och *Pecking order* teorin bygger dessa teorier på att det finns asymmetrisk information mellan aktieägare och företagets ledning. Detta förhållande gäller dock inte för vårdsektorns företag eftersom aktieägarna och den verkställande funktionen i huvudsak är samma aktörer. Såväl *Pecking order* teorin som *Free Cashflow* är i första hand inriktade på stora börsnoterade bolag där den största vikten läggs på aktievärdering men som tidigare nämnt är inga vårdföretag är börsnoterade i dag. *Pecking order* teorin stämmer med vårdföretagens agerande i ett avseende och det är att internt genererade medel är den finansieringskälla som gäller i första hand. Men det finns inget som tyder på att vårdföretagen som nästa finansieringskälla skulle föredra lån före eget kapital enligt *Pecking order* teorin. *Free Cashflow* teorins metod att t ex öka agentens (företagsledningens) incitament att agera i principalens (aktieägarens) intresse genom ökad upplåning är heller inget som berör vårdföretagen. Istället fyller koncernbidragen ett liknande syfte genom att de istället för att låna kapital från kreditinstitut erhåller kapital från sina ägare.

Av tidigare forskning framgår bland annat av Christer Olofssons forskning att mindre företag har relativt lägre soliditet än större företag. Enligt vår undersökning av vårdföretagen är det dock tvärtom, d.v.s. tre av fyra av de större marknadsledande vårdföretagen har lägre soliditet än de små vårdföretagen.

## 5.1 Avslutande diskussion

Vi har i vår utredning inte undersökt varför de små bolagen och Praktikertjänst AB inte utnyttjat möjligheten att öka avkastningen på det egna kapitalet genom att öka skuldsättningsgraden och därmed minska soliditeten till ca 40%. Detta skulle kunna göras genom att öka utdelningen och i stället ta upp lån vilket skulle öka skuldsättningsgraden. Vi kan bara spekulera i varför de inte gör detta. En förklaring kan vara att den totala lönsamheten för aktieägarna också beror på vilka alternativa placeringsmöjligheter aktieägarna har. Högre skuldsättning ökar visserligen företagets

avkastning på eget kapital, men minskar samtidigt mängden eget kapital. För att den totala avkastningen för aktieägarna skall öka måste därför den ökade utdelningen kunna placeras till högre avkastning än räntan på det upptagna lånet.

En annan förklaring kan naturligtvis vara att aktieägarna gör en annan bedömning av balansen mellan rörelserisk och soliditet än vad vi har gjort i vår utredning. Om företagsledningen och aktieägarna anser att rörelserisken är högre kan det medföra att det inte finns någon möjlighet att utnyttja hävstångseffekten.

## **5.1 Bidrag till ämnesområdet**

De flesta tidigare studier som gjorts kring kapitalstruktur har belyst huruvida det är möjligt att förutspå konkurser med hjälp av nyckeltal. Vi har istället kartlagt den privata vårdsektorns finansiella strategi och kapitalstruktur vilket är ett mindre utforskat perspektiv. Vi har dessutom gjort det på en marknad som är isolerad och som inte är generaliserbar till flertalet branscher (med undantag från ett fåtal branscher). En stor del av den tidigare forskningen så som i Kim och Berger (2008) där de kommer fram till att det finns ett signifikant negativt samband mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet. Vi har istället för att se kapitalstrukturen som en effekt av lönsamheten använt oss av lönsamheten som en av variablerna för att förklara kapitalstrukturens utveckling samt den finansiella strategin. I vår studie kan även skillnader mellan små och stora företags finansiella strategier utlysas. De mindre företagen har en klart högre soliditet och en tydligare långsiktig finansiell strategi vilket motbevisar Olofssons slutsats om att småföretag har lägre soliditet än större företag.

Rauh och Sufi kommer i sin studie fram till att företag med högt investeringstryck väljer ett mer osäkert sätt att belåna sig på vilket bidrar till en högre skuldsättningsgrad. Vi anser att vårdsektorn inte har så högt investeringstryck och detta kan vara en av anledningarna till den låga skuldsättningen hos majoriteten av företagen. Detta stämmer även överens med Rauh och Sufis slutsatser i deras studie.

## **5.2 Förslag till fortsatt forskning**

Utifrån debatten som förs kring den privata vårdsektorn är det av intresse att undersöka hur ägandestrukturen ser ut hos de privata vårdföretagen. En fördjupning av ägarstrukturens förhållanden och vart utdelningen av pengar hamnar är både av ekonomiskt och samhällsmässigt intresse då stora vinster eventuellt hamnar i skatteparadis. Detta utflöde av pengar drabbar den offentliga verksamheten i Sverige då staten går miste om skattepengar.

Ett annat intressant perspektiv är att ta reda på de bakomliggande faktorerna av den valda finansiella strategin som företagen tillämpar. Varför vinstmaximerar inte företagen då många av de mindre företagen har möjligheter till att utnyttja hävstångseffekten. De bakomliggande faktorerna skulle vara intressant att belysa genom en kvalitativ metod då de skulle ge en bättre förklaring till varför kapitalstrukturen ser ut som den gör.

En jämförelse mellan företagen som inte överlevt perioden och de företag som lyckats överleva skulle även kunna ge skillnader mellan en lyckad finansiell strategi och en misslyckad strategi. Om valet av finansieringsstrategier är väsentliga eller om lönsamheten hos företaget är den betydande faktorn för överlevnad.

## 7. Källförteckning

### 7.1 Tryckta källor

- Altman. E., 1968., "*Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction of Corporate Bankruptcy*", The Journal of Finance, Vol 23, Nr 4, **pp. 589-609**
- Baskin. J., 1989., "*An empirical investigation of the Pecking order hypothesis*", Financial Management 18 (1), **pp. 26-35**.
- Baker. M, Wurgler. J., 2002., "*Market Timing and Capital Structure*", The journal of finance., Vol. LVII, No 1
- Bates. T. W, Kahle. K. M, Stulz, R, M., 2009., "*Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?*", The Journal of Finance, Vol. LXIV, No 5
- Beaver, W., 1966., "*Financial ratios as predictors of failure*", Journal of accounting Research., Autumn, 2, **pp. 179-192**
- Bertmar. L., 1979., "*Löner, lönsamhet och soliditet i svenska industriföretag*", Särtryck ur SOU1979:10. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bertmar. L, Molin, G., 1977., "*Kapitaltillväxt, Kapitalstruktur och Räntabilitet. En analys av svenska industriföretag*", Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Blixt. L., 1997., "*Tillväxtföretag i Sverige*", Working paper, Stockholm: Nutek
- Branschrappport., 2013., "*Vård och omsorgsbranschens utveckling 2007-2011*", Vårdföretagarna
- Brealey. R, Myers. S, Alen M., 2001., "*Fundamentals of corporate finance*", Third Edition, University of Phoenix
- Brealey. R, Myers. S., 2003., "*Principles of corporate finance*", 7 th edition., The McGraw-Hill Companies
- Bryman. A, Bell. E., 2005., "*Företagsekonomiska forskningsmetoder*", Liber AB
- Bryman. A, Bell. E., 2011., "*Business Research Methods*", 3rd Edition., Oxford University press
- Carlsson. M., 2004., "*Att arbeta med företagsanalys: analysmetoder för att upptäcka varningssignaler och styra mot uppställda mål*", Liber ekonomi
- Fama. E. F, French. K. R., 2002., "*Testing Trade-Off and Pecking order Predictions about Dividends and Debt*", The Review of Financial Studies., **pp. 1-33**
- Hagberg. A., 2012., "*Lönsamhet och Finansiell Flexibilitet Rederinäringen i Sverige 1997-2006*", Bokförlaget BAS
- Hanjoon. K, Berger. P.D., 2008., "*A Comparison of Capital Structure Determinants: The United States and The Republic of Korea*", Multinational Business Review, Vol 16, No 1, **pp. 79-100**
- Harris. M, Raviv. A. 1991., "*The Theory of Capital Structure*", The Journal of Finance., Vol. XLVI, No.1. 297-355. I Hagberg. A., 2012 "*Lönsamhet och finansiell flexibilitet – Rederinäringen i Sverige 1997 - 2006*"

- Heyman. F, Norbäck. P, Persson. L., 2012., ”Konkurrens-och effektivitetseffekter av privatiseringar”., Uppdragsforskningsrapport 2012:4, Konkurrensverket
- Jensen. M-C., 1986., ”Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.”., The American Economic Review, Vol. 76:2, **pp. 323-329**
- Johansson. S-E, Runsten. M., 2005., ”Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt”., Upplaga 3, Lund: Studentlitteratur
- Kester. W., 1986., ”Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations”., Financial Management, **pp. 5–16**
- Kraus, A, R. H. Litzenberger., 1973., ”A state-preference model of optimal financial leverage”., Journal of Finance 28, **pp. 911–922.**
- Lind. D, Marchal. G, Wathen. A., 2011., ”Basic Statistics for Business & Economics”., Costal Carolina University
- Lönnqvist. R., 2012., ”Årsredovisning i koncerner”., Studentlitteratur
- Milton. H, Raviv. A., 1991., ”The Theory of Capital Structure”., The Journal of Finance. Vol. 46, Issue 1, No.1, **pp. 297-355**
- Modigliani. F, Miller. M. H., 1958., ”The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”., The American Economic Review, Vol. 48, **pp.261-297**
- Modigliani, F, Miller. M-H., 1963., ”Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”., American Economic Review, 53, **pp. 433-443**
- Myers. S. C., 1993., ”Still searching for optimal capital structure”., Journal of Applied Corporate Finance., **pp. 4–14.**
- Myers. S. C, N. Majluf., 1984., ”Corporate financing and investment decisions When firms have information that investors do not have”., Journal of Financial Economics 13, **pp. 187–221**
- Myers, Stewart C., 2001., ”Capital Structure”.; Journal of Economic Perspectives., vol. 15:2, Spring 2001, **pp. 81-102.**
- Ohlson. J., 1980., ”Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy”., Journal of accounting research, Vol 18, Nr 1, **pp. 109-131**
- Olofsson. C., 1996., ”Riskkapitalet och de mindre företagen”., I B. Johannisson, L. Lindmark (Red.), ”Företag Företagare Företagsamhet”., Lund, Studentlitteratur
- Pfeffer. J, Salancik. G-R., 2003., ”The External Control of Organizations – a Resource Dependence Perspective”., Stanford business classics, Introduction to the Classic Edition
- Raghuram. R. G, Zingales, L., 1995., ”What do we know about Capital Structure”., The Journal of Finance., Vol 50, No 5, **pp. 1421-1460**
- Rauh. J.D, Sufi. A., 2010., ”Capital Structure and Debt Structure”., The review of Financial Studies, Vol 23, No 12.

Ross. A. S, Westerfield. W. R, Jaffe. J., 2005., "*Corporate Finance*"., International Edition., 7:e upplaga

Shumway. T., 2001., "*Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model*"., Journal of Business, Vol 74, Nr 1, **pp. 101-124**

Sung. T, Chang. N, Lee, G., (1999)., "*Dynamics of Modeling in Data Mining: Interpretive Approach to Bankruptcy*"., Journal of Management Information Systems 16(1)., **pp. 63-85**

SVD., 02-07-2014., "*Vårdcentraler misstänks för diagnosfusk*"., s.12

Unionens bolagsindikator., 2013., "*Haltande Europa och stark krona tynger börsbolagen*"

Vårda riskkapitalbolag – Vänsterpartiets undersökning av privata vårdföretag i Stockholms län 2011

Wald. J., 1999., "*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*"., Journal of Financial Research 22 (3), **pp. 161–187.**

Watts. R, Zimmerman. J., 1986., "*Positive Accounting Theory*"., Prentice-Hall Inc

Årsredovisning Aleris AB., 2003-2012

Årsredovisning Boliden AB., 2003-2012

Årsredovisning Capio Primärvård AB., 2003-2012

Årsredovisning Legevisitten AB., 2003-2012

Årsredovisning Praktikertjänst AB., 2003-2012

Årsredovisning Din Vårdcentral Bagarmossen AB., 2003-2012

Årsredovisning Mottagningen Sjöstaden AB., 2003-2012

Årsredovisning Täby Centrum Doktorn AB., 2003-2012

Årsredovisning Djursholmsdoktorn AB., 2003-2012

Årsredovisning Kvartersakuten Matteus AB., 2003-2012

Årsredovisning VÅKRO AB., 2003-2012

Årsredovisning Tveta HälsoCentral AB., 2003-2012

Årsredovisning Fornhöjdens Vårdcentrum AB., 2003-2012

## 7.2 Källor på internet

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2576527.ece>

Lotta Engzell-Larsson 23 november 2004, Artikel om vårdbranschen och dess vinnare.

<http://www.di.se/artiklar/2011/10/5/vardbolagen-graver--guld-i-sverige/>

Dagens industri publicerar en artikel den 2011-10-05 om hur vårdföretagen gräver guld inom vårdbranschen. Att skattefinansieringen ger möjlighet till vinster.

<http://www.di.se/artiklar/2011/10/6/atta-av-tio-gor-vinst-i-varden/>

Dagen industri 2011-10-06 om vinster och utdelning i vårdbranschen.

<http://www.dn.se/debatt/stockholmsdebatt/ersattningssystemet-gor-varden-i-stockholm-ojamlik/>

DN 2014-04-18, Debattartikel om ersättningssystemen inom vården.

<http://www.dn.se/ekonomi/john-bauer-elever-snuvades-pa-200-miljoner/>

Caroline Englund, Publicerad 2013-10-24, Artikel som berör John Bauer gymnasiet och dess konkurs.

<http://www.dn.se/ekonomi/debatten-oroar-vardforetagen/>

2013-09-22, Artikel om hur debatten kring vårdsektorn ser ut samt hur politiska beslut påverkar sektorn.

<http://www.dn.se/nyheter/politik/fp-inga-riskkapitalbolag-i-varden/>

TT, Publicerad 2013-11-10, Artikel om riskkapital inom vårdbranschen

<http://www.e-conomic.se/bokforingsprogram/ordlista/kapitalomsattningshastighet>

Information om omsättningshastighet på e-conomic.se

<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Valfarden-i-privat-regi/Skolan-i-privat-regi/Antal-friskolor-i-Sverige/>

Information om skolbranschen och dess tillväxt sedan 90-talet.

<http://www.expressen.se/nyheter/dokument/valfardens-vinster-gar-till-skatteparadis---som-hardgranskas/>

Expressen 2010-03-23 En artikel av Lars Lindström om vinster i vårdbolag och skatteparadis.

<http://www.sll.se/sll/templates/NormalPage.aspx?id=14>

Information om upphandling av varor och tjänster, vård och trafik.

[http://www.socialstyrelsen.se/publikationer2013/2013-2-2/Documents/2013-2-2\\_Halso-ochsjukvard.pdf](http://www.socialstyrelsen.se/publikationer2013/2013-2-2/Documents/2013-2-2_Halso-ochsjukvard.pdf)

Publicerat 2013-02-02, Information om sjukvård och vårdcentraler i Sverige av Socialstyrelsen.

[http://storstockholm.vansterpartiet.se/files/2011/04/Varda\\_riskkapital\\_rapport\\_2011.pdf](http://storstockholm.vansterpartiet.se/files/2011/04/Varda_riskkapital_rapport_2011.pdf)

2011 "Vårda riskkapital?", Vänsterpartiets undersökning av privata vårdföretag i Stockholms län.

[http://www.svd.se/naringsliv/en-miljard-fattas-i-jb-konkurs\\_8400886.svd](http://www.svd.se/naringsliv/en-miljard-fattas-i-jb-konkurs_8400886.svd)

2013-08-05, Artikel i DI om hur skulderna företaget hade ledde till att en miljard försvann.

[http://www.svd.se/naringsliv/vardbolag-narmar-sig-borsen\\_4952089.svd](http://www.svd.se/naringsliv/vardbolag-narmar-sig-borsen_4952089.svd)

2014-03-25, Artikel om vårdbolagen och dess konjunkturskänslighet.

<http://www.sydsvenskan.se/sverige/kritik-mot-john-bauer-skolor/>

2012-04-11, Artikel i Sydsvenskan om bristerna i JB-skolornas utbildningssystem.

<https://www.vansterpartiet.se/fordjupning/vard-fordjupning/>

2014-05-07., Fördjupning på Vänsterpartiets hemsida om deras ställning till vårdsektorn

<https://www.verksamt.se/starta/vad-galler-i-din-bransch-/vard-och-omsorg>

Ansvarig utgivare: Tillväxtverket, Senast ändrad 2013-11-18, Information om vård och omsorgsbranschen.

<http://www.vardforetagarna.se/fakta-och-debatt/rapporter-och-publikationer/branschrapport-vard-och-omsorgsbranschens-utveckling-2007-2011>

Information om vård- och omsorgsbranschen mellan år 2007-2011, av Vårdföretagarna med ALMEGA som ansvarig utgivare.

<https://www.vardforbundet.se/Documents/Rapporter/Nationella/Ersättningsmodeller%20i%20Primärvården.pdf>

Skapad 2010-04-06, Ersättningsmodeller i Primärvården av Vårdförbundet

<http://www.1177.se/Stockholm/Regler-och-rattigheter/Vardval/?ar=True>

Information om vårdval inom Stockholmsområdet från Vårdguiden

## 8. Bilagor

### Bilaga 1. Lista på vårdföretag i Stockholmsområdet

Företagsnamn	Org.nr	Mottagningens namn	Besöksadress	Stadsdel / kommun	Kommentar
Storvretens vårdcentral	556734-1846	Storvretens vårdcentral	Stenvägen 10, 147 50 Tumba	Botkyrka	
Äppelvikens Läkarmottagning	556415-5769	Äppelvikens Läkarmottagning	Alviksvägen 39, 167 53 Bromma	Bromma	
Legevisitten AB	556613-5074	Blackebergs vårdcentral	Ibsengatan 8, 168 47 Bromma	Bromma	
Trygg Hälsa Beckomberga vårdcentral AB	556877-7022	Beckomberga vårdcentral	Söderberga Allé 41, 168 52 Bromma	Bromma	Ny mottagning
BrommaAkuten Reber och Hafiz Medicus AB	556864-8595	BrommaAkuten	Tunnlandet 1, 3 tr, 168 36 Bromma	Bromma	Ny mottagning
DjursholmsDoktorn AB	556583-3547	DjursholmsDoktorn	Vendevägen 85 A, 182 64 Djursholm	Danderyd	
Kvartersakuten Mörby Centrum AB	556785-0432	Kvartersakuten Mörby Centrum	Svärdvägen 3 B, 182 33 Danderyd	Danderyd	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Ekerö vårdcentral	Bryggavägen 8, 178 31 Ekerö	Ekerö	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Stenhamra hälsocentral	Vallviksv. 12, 179 61 Stenhamra	Ekerö	
Swefi Care AB	556498-5637	Veritaskliniken Ekerö	Bryggavägen 8, 178 31 Ekerö	Ekerö	Ny mottagning
Munsö Husläkarmottagning	916645-2210	Munsö husläkarmottagning	Söderby Gård, 178 91 Munsö	Ekerö	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Stureby vårdcentral	Tussmötevägen 181, 122 64 Enskede	Enskede-Årsta-Vantör	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Dalens vårdcentral	Åstorpsringen 6, 121 87 Enskededalen	Enskede-Årsta-Vantör	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Vårdcentral Årsta	Bränningevägen 2, 120 54 Årsta	Enskede-Årsta-Vantör	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Vårdcentral Högdalen	Önskehemsg. 22, 124 54 Bandhagen	Enskede-Årsta-Vantör	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Vårdcentral Hagsätra	Hagsätra torg 7, 124 73 Bandhagen	Enskede-Årsta-Vantör	
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Rågsved	Kumlagatan 15, 124 65 Bandhagen	Enskede-Årsta-Vantör	
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Gullmarsplan	Gullmarsplan 5, 121 40 Johanneshov	Enskede-Årsta-Vantör	Ny mottagning
Curera Sjukvård AB	556450-3174	Curera Farsta Husläkarmottagning	Karlandaplan 6, 123 47 Farsta	Farsta	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Farsta	Munkforsplan 39, 123 47 Farsta	Farsta	
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Gubbängen	Gubbängstorget 114, 122 45 Enskede	Farsta	
Sköndals HLM KB	969674-7501	Sköndals HLM	Bengt Bagares gränd 9- 11, 128 07 Sköndal	Farsta	
Aleris AB	556068-8425	Aleris vc Tungelstahälsan	Tungelstav. 135, 137 55 Tungelsta	Haninge	
Praktikertjänst Geriatrik AB	556743-1951	Rudans vårdcentral	Dalarövägen 6, 136 25 Haninge	Haninge	Ny mottagning
Hälsocentralen AKKA	716421-5522	Hälsocentralen AKKA	Klockargatan 17, 137 38 Västerhaninge	Haninge	
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Skogås	Melodivägen 6, 142 40 Skogås	Huddinge	
Stuvsta Vårdcentral AB	556744-8757	Stuvsta vårdcentral	Stuvsta Torg, 141 40 Huddinge	Huddinge	Överlåtelse SLSO till Stuvsta vc AB 20110225
Praktikertjänst AB	556077-2419	Fruängens vårdcentral	Fruängsgången 2, 129 52 Hägersten	Hägersten-Liljeholmen	

Liljeholmskajens VC AB	556806-4231	Liljeholmskajens vårdcentral	Årstaängsvägen 21 B, 117 43 Stockholm	Hägersten-Liljeholmen	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Telefonplans vårdcentral	Telefonvägen 30, 126 26 Hägersten	Hägersten-Liljeholmen	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Räcksta-Vällingby närvardsmottagning	Indalsbacken 2, 2tr, 162 68 Vällingby	Hässelby-Vällingby	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Husläkarmottagningen Västervården	Läkarhuset Vällingby, Indalsbacken 1, plan 3 162 68 Vällingby	Hässelby-Vällingby	
Legevisitten AB	556613-5074	Åkermyntan Vårdcentral	Lövkojsgränd 16, 165 75 Hässelby	Hässelby-Vällingby	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Viksjö	Viksjöplan 47, 175 45 Järfälla	Järfälla	
Vibblaby HLM AB	556579-2115	Vibblaby Husläkarmottagning	Vibblabyvägen 3, 4 tr, 177 64 Järfälla	Järfälla	
Kallhälls Nya Vårdcentral AB	556710-1992	Kallhälls nya VC	Kopparvägen 2B, 176 72 Järfälla	Järfälla	
Tibra Medica AB	556736-4202	Tibra Medica husläkarmottagning	Kistagången 22, 164 21 Kista	Rinkeby-Kista	Ny mottagning
Aleris AB	556068-8425	Aleris vårdcentral Järva	Rinkebysvängen 70 B, 163 74 Spånga	Rinkeby-Kista	Ny mottagning
Familjeläkarna i Saltsjöbaden	556740-1756	Familjeläkarna i Husby	Edvard Griegsgången 13, 16432 Kista	Rinkeby-Kista	Ny mottagning
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio husläkarmottagning Serafen	Hantverkarg. 2 D, 112 83 Stockholm	Kungsholmen	Avknoppning Ågarbyte 20130201
Doktor Kom Hem AB	556732-6060	Doktor Kom Hem	Lindhagensgatan 142, 112 15 Stockholm	Kungsholmen	Ny mottagning
S:t Eriks Vårdbolag AB	556753-1461	S:t Eriks vårdcentral	Fleminggatan 24, 112 82 Kungsholmen	Kungsholmen	Avknoppning fr om 1/5
Kungsholmsdoktorn AB	556756-1732	Kungsholmsdoktorn	Rålambsvägen 8, 112 59 Stockholm	Kungsholmen	Ny mottagning
Stiftelsen Stockholms Sjukhem	802002-9818	Husläkarmottagning Stiftelsen Stockholms sjukhem	Mariebergsg. 22, 112 35 Stockholm	Kungsholmen	Ny mottagning
Läkarmottagningen Riddarfjärden KB	969660-6194	Kvartersakuten Serafen	Hantverkarg. 2d, 112 81 Stockholm	Kungsholmen	
Praktikertjänst AB	556077-2419	LidingöDoktorn	Högsåtravägen 2, 181 58 Lidingö	Lidingö	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Citykliniken Lidingö	Lejonstigen 2, 2 tr, 181 32 Lidingö	Lidingö	Ågarbyte 20110101 (x2)
Vården i Centrum i Lidingö	556620-5596	Vården i Centrum	Lejonstigen 4, 181 32 Lidingö	Lidingö	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Stadshusdoktorn	Lejonvägen 15, 181 32 Lidingö	Lidingö	
Sickla Hälsocenter AB	556628-3403	Sickla hälsocenter	Planiavägen 5, 131 34 Nacka	Nacka	
Älta Primärvård AB	556665-8364	Ältapraktiken	Oxelvägen 42, 138 21 Älta	Nacka	
AB Grundstenen 118578	556740-1756	Familjeläkarna i Saltsjöbaden AB	Byvägen 52, 133 34 Saltsjöbaden	Nacka	Ny mottagning
DoktorTeam CeMax AB	556780-4496	DoktorTeam	Edövägen 2, 123 20 Saltsjö-Boo	Nacka	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Familjeläkargruppen Odenplan	Läkarhuset, Odengatan 69, plan 10/11, 113 22 Stockholm	Norrmalm	
CityAkuten i Praktikertjänst AB	556193-0693	CityAkutens husläkarmottagning	Holländargatan 4 1 tr, 111 36 Stockholm	Norrmalm	Ny mottagning
Kvartersakuten Matteus	556554-7337	Kvartersakuten Matteus	Surbrunnsgatan 66, 113 27 Stockholm	Norrmalm	
Kvartersakuten Tegnérgatan AB	556690-8199	Kvartersakuten Tegnérgatan	Tegnérgatan 23, 111 40 Stockholm	Norrmalm	
Aleris AB	556068-8425	Nykvarns vårdcentral	Centrumvägen 32, 155 21 Nykvarn	Nykvarn	
Legevisitten AB	556613-5074	Nynäshamns VårdCentral	Idunvägen 1, 149 25 Nynäshamn	Nynäshamn	

Legevisitten AB	556613-5074	Ösmo VårdCentral	Birkavägen 1, 148 30 Ösmo	Nynäshamn	
Telgeakuten Hälso- och sjukvård AB	556668-2547	NynäsAkuten	Lövlundsvägen 3, 149 30 Nynäshamn	Nynäshamn	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Märsta Närvård	Södergatan 19 C, 195 47 Märsta	Sigtuna	
Sky Clinic Praktikertjänst AB	556478-4162	Arlanda Sky Clinic	Uppgång A Våning 5, 190 45 Stockholm-Arlanda	Sigtuna	Ny mottagning
Din doktor Märsta AB	556478-6381	Din Doktor Märsta	Cederströmslingan 2, Eurostop, 195 81 Märsta	Sigtuna	Ny mottagning
Märsta Läkarhus AB	556625-4479	Märsta läkarhus	Södergatan 19, 195 47 Märsta	Sigtuna	
Vårdval Sigtuna AB	556754-0314	Sigtuna vårdcentral	Olofsgatan 1, 193 30 Sigtuna	Sigtuna	Ny mottagning
Scandoc AB	556657-2359	Arkadens läkarmottagning	Nymärstagatan 2 195 30 Märsta	Sigtuna	Ny mottagning
Aleris AB	556068-8425	Björkhagens vårdcentral	Halmstadsvägen 41, 121 53 Johanneshov	Skarpnäck	
Din vårdcentral Bagarmossen AB	556614-4191	Din vårdcentral Bagarmossen	Lillåvägen 68, 128 45 Bagarmossen	Skarpnäck	
Vårdcentralen i Skarpnäck AB	556742-9856	Vårdcentralen i Skarpnäck	Skarpnäcks torg 7, 2tr, 112 33 Skarpnäck	Skarpnäck	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Vårberg	Vårbergs torg 5, 127 43 Skärholmen	Skärholmen	Ny mottagning
QualiCare AB	556778-9549	Vårbergs vårdcentral	Vårbergsplan 31 1tr, 127 43 Skärholmen	Skärholmen	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Edsbergs vårdcentral	Edsbergs Torg, 192 52 Sollentuna	Sollentuna	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Fem Husläkare	Sollentuna sjukhus, Nytorpsvägen 10, 191 35 Sollentuna	Sollentuna	
Attundahälsan Läkarpraktik AB	556775-1416	Attundahälsan Familjeläkare	Stinsen 204, Glimmervägen 14, 191 31 Sollentuna	Sollentuna	Ny mottagning
Dr Wallhagers Läkargrupp AB	556244-5048	Solna läkarmottagning	Erik Sandbergs gata 21, 169 34 Solna	Solna	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Vårdcentral Solna	Hannebergsg 41, 171 68 Solna	Solna	Ny mottagning
Huvudsta vårdcentral AB	556753-0604	Huvudsta vårdcentral	Storgatan 70, 171 52 Solna	Solna	Avknoppning fr om 1/5 2008
VåKro AB/Kronans vårdcentral	556595-5860	Kronans vårdcentral	Sturegatan 4 pl 4, 172 31 Sundbyberg	Sundbyberg	
Praktikertjänst AB	556077-2419	HammarbySjöstads Husläkare	Hammarby Allé 93, 120 63 Stockholm	Södermalm	Ny mottagning
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	CapioVårdcentral Ringen	Ringvägen 113, 118 60 Stockholm	Södermalm	
Curera Sjukvård AB	556450-3174	Curera Hornstull	Hornsgatan 133, 117 28 Stockholm	Södermalm	
Söderdoktor AB	556593-2521	Söderdoktor	Wollmar Yxkullsg 25 pl 2, 118 50 Stockholm	Södermalm	
Mottagningen Sjöstaden AB	556599-7789	Mottagningen Sjöstaden	Barnängsgatan 21, 116 41 Stockholm	Södermalm	
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Slussen	Götgatan 14, 106 54 Stockholm	Södermalm	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Södermalm	Wollmar Yxkullsg 25 pl 4, 118 50 Stockholm	Södermalm	
E.F. Medical AB	556594-1423	Rosenlunds vårdcentral	Tideliug. 12 <sup>IV</sup> , 118 69 Stockholm	Södermalm	
Åsö Medical AB	556604-2213	Åsö Medical	Åsögatan 160, 116 32 Stockholm	Södermalm	
Sjöstadsdoktor AB	556611-2859	Sjöstadsdoktor	Aktergatan 17, 120 66 Stockholm	Södermalm	Ny mottagning

Aleris AB	556068-8425	Järna vårdcentral	Storgatan 13, 153 30 Järna. Filialer på Skolvägen 36 Mölnbo samt Nyhemsvägen 8, Hölö	Södertälje	
Scania CV AB	556084-0976	Scania Hälsocenter	Sydgatan 5, 151 87 Södertälje	Södertälje	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556568-9576	Capio vårdcentral Wasa	Prästgårdsvägen 4, 15161 Södertälje	Södertälje	
Capio Primärvård AB	556568-9576	Capio vårdcentral Lina Hage	Porslinsvägen 1, 151 55 Södertälje	Södertälje	
Fornhöjdens Vårdcentrum AB	556582-2490	Fornhöjdens Vårdcentrum	Fornhöjdsvägen 2, 152 58 Södertälje	Södertälje	
Tveta Hälsocentral AB	556631-7680	Tveta hälsocentral	Björnvägen 2, 151 65 Södertälje	Södertälje	
Telgeakuten Hälso- och sjukvård AB	556668-2547	Telgeakuten	Grödingevägen 21, 152 70 Södertälje	Södertälje	
Kringlans Vårdcentrum AB	556800-8154	Kringlans Vårdcentrum	Lovisingsgatan 3, 15173 Södertälje	Södertälje	Ny mottagning (20100517 ägarbyte)
Vårdcentralen Badhotellet AB	556820-9968	Vårdcentralen Badhotellet	Järnagatan 16, 151 73 Södertälje	Södertälje	Ny mottagning
Olive Care AB	556835-0473	Ronna Vårdcentral	Robert Anbergsväg 33, 151 53 Södertälje	Södertälje	Ny mottagning
Stiftelsen Vidarkliniken Vidarklinikens vårdcentral	815600-6168	Vidarklinikens vårdcentral	Ytterjärna, 153 91 Järna	Södertälje	
Aleris AB	556068-8425	Aleris vc Tyresöhälsan	Björkbacksv. 10, 135 40 Tyresö	Tyresö	
Aleris AB	556068-8425	VallatorpsDoktorn	Vallatorpsvägen 10, 187 52 Täby	Täby	
Aleris AB	556068-8425	Näsby Parks husläkarmottagning	Eskadervägen 4, 183 58 Täby	Täby	
Täby Centrum Doktorn AB	556466-5262	Täby Centrum Doktorn	Attundafältet 14 pl 3, 183 34 Täby	Täby	
Täby Kyrkby Husläkarmottagning AB	556600-3306	Täby Kyrkby husläkarmottagning	Hagmovägen 1, 187 74 Täby	Täby	
Aleris AB	556068-8425	Husläkarmottagningen Täby Centrum	Biblioteksgången 5, 183 70 Täby	Täby	
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio Vårdcentral Bro	Broplan 3, 197 31 Upplands Bro	Upplands Bro	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Runby vårdcentral	Runby Torg 9, 194 04 Upplands Väsby	Upplands Väsby	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Östra vårdcentralen	Löwenströmska sjukhuset, 194 89 Upplands Väsby	Upplands Väsby	
Väsby läkargrupp AB	556308-6700	Väsby Läkargrupp Husläkarmottagning	Kanalvägen 1A, 194 61 Upplands Väsby	Upplands Väsby	Ny mottagning
Swefi Care AB	556498-5637	Veritaskliniken Väsby	Stora Väsby, 194 37 Upplands Väsby	Upplands Väsby	Ny mottagning
Capio Primärvård AB	556570-3468	Capio vårdcentral Väsby	Dragonvägen 92, 194 33 Upplands Väsby	Upplands Väsby	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Vallentuna Husläkargrupp	Åbyg. 6, 186 36 Vallentuna	Vallentuna	
Vallentuna Doktorn AB	556746-1107	Vallentuna Doktorn	Centrumpassagen 10, 1 tr, 186 31 Vallentuna	Vallentuna	Avknoppning
B&B Husläkare et al AB	556765-3596	B och B Husläkare	Centrumpassagen 10, 186 31 Vallentuna	Vallentuna	
Vaxholms vårdcentral AB	556745-5919	Vaxholms vårdcentral	Kapellgatan 2, 185 31 Vaxholm	Vaxholm	Avknoppning
Praktikertjänst AB	556077- 2419	Värmdö vårdcentral	Fenix väg 14, 134 44 Gustavsberg	Värmdö	Ny mottagning
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio vårdcentral Taptogatan	Taptogatan 6, 115 26 Stockholm	Östermalm	Ny mottagning
Sophiahemmet AB	556310-1426	Sophiahemmet AB	Valhallavägen 91, 114 86 Stockholm	Östermalm	Ny mottagning

Barnmorskegruppen Mama Mia AB	556397-4863	To Care Husläkarmottagning	Sibyllegatan 30, 6 tr, 114 49 Stockholm	Östermalm	Ny mottagning
Capio Närsjukvård AB	556422-0860	Capio vårdcentral Östermalm	Grevgatan 34, 114 53 Stockholm	Östermalm	
Aleris Husläkarmottagning Stureplan	556495-7040	Stureplans husläkarmottagning	Riddargatan 1, 114 35 Stockholm	Östermalm	
Meischner Medicin & Konsult AB	556613-3798	Banérgatans Husläkarmottagning	Banérg. 59, 115 53 Stockholm	Östermalm	
HEG Läkarkonsult AB/Lill-Jans HLM	556620-1652	Lill-Jans husläkarmottagning	Engelbrektsgratan 18, 114 32 Stockholm	Östermalm	
Feelgood Primärvård AB	556550-4163	Feelgood vårdcentral Grevturegatan	Grev Turegatan 34, 114 38 Stockholm	Östermalm	Ny mottagning
Läkarhuset Sibyllegatan KB	969619-8978	Sibyllekliniken	Sibyllegatan 53, 114 43 Stockholm	Östermalm	Ny mottagning
Praktikertjänst AB	556077-2419	Husläkarna i Österåker	Stationsgränd 3, 184 27 Åkersberga	Österåker	
Praktikertjänst AB	556077-2419	Husläkarna i Margretelund	Muskötvägen 22, 184 60 Åkersberga	Österåker	
Österåkersdoktor AB	556671-6287	Österåkersdoktor	Hackstavägen 22, 184 40 Åkersberga	Österåker	
Sickla Hälsocenter AB	556628-3403	Sickla Hälsocenter Danviken	Danvik Center, Hästholmsvägen 30131 30 Nacka	Nacka	Ny mottagning
Fridhemsplans vårdcentral AB	556904-9645	Fridhemsplans Vårdcentral	Drottningholmsvägen 5, 112 42 Stockholm	Kungsholmen	Ny mottagning
Husläkarmottagning Bryggargatan AB	556887-6998	Husläkarmottagning Bryggargatan	Bryggargatan 10, 14941 Nynäshamn	Nynäshamn	Ny mottagning
Carolus AB	556900-6967	Hälsans vårdcentral Tensta	Tenstagången 24,163 64 SPÅNGA	Spånga-Tensta	Ny mottagning
To Care Husläkarmottagning Sweden AB	556808-6366	To Care Husläkarmottagning Solna Sundbyberg	Englundavägen 9, 1tr, 171 41 Solna	Solna	Ny mottagning
Vårdcentralen Solnas Hjärta AB	556907-0138	Vårdcentralen Solnas Hjärta	Solna Torg 13, 8tr, 171 45 Solna	Solna	Ny mottagning
Accorcía AB	556740-6912	Lundens Husläkarmottagning	Stupvägen 1, 191 42 Sollentuna	Sollentuna	Ny mottagning
Legevisitten AB	556613-5074	Nockebyhöjdens vårdcentral	Backskåran 9, 16840 Bromma	Bromma	Ny mottagning
Hötorgets VC AB	556853-8903	Hötorgets Vårdcentral	Kungsgatan 48, 5tr, 111 35 Stockholm	Norrmalm	Ny mottagning