

# Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 250

Därför bör investerare inte acceptera budet

Aktiekurs: SEK 218

Elos befinner sig i en stark period där de underliggande marknaderna återhämtar sig samtidigt som alla tre affärsområden står inför betydande produktionsökningar och lanseringar. TA Associates har lagt ett bud på SEK 215 som vi inte anser speglar de goda framtidsutsikterna.

## Budet från TA Associates på SEK 215 är för lågt

Vi räknar med att aktieägare som inte accepterar budet kommer få se kurser över nuvarande budnivå inom en inte alltför avlägsen framtid om aktien fortsätter att vara noterad. Beroende på hur stor andel som accepterar är det möjligt att aktien fortsätter handlas på börsen även om budet fullföljs. De som inte accepterat kan således fortsätta att äga aktien.

## Ytterligare estimathöjningar på grund av robotkirurgi

Orthopedics överträffade våra förväntningar även i Q1. De stora spelarna inom ortopedisk robotkirurgi, varav de flesta är kunder till Elos, är entusiastiska till utvecklingen inom området. Trots att det är ett tidigt skede och flera nyligen fått eller snart väntas få FDA-godkännanden har Elos redan en betydande försäljning till dem. På sikt kan den bli väldigt betydande.

## Estimathöjningar lyfter motiverade värdet till SEK 250 (155)

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 250 (155) drivet av estimatrevisioner. Aktien påverkas av budprocessen just nu, men i värderingen utgår vi från att aktien kommer fortsätta vara noterad. Motiverade värdet är nära DCF-värdet och värderingen är i linje med vår modell som bygger på historiska multiplar, vilket möjligen är konservativt.

## Key figures (SEK)

Year end: December	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales	689	580	721	824	916
EBIT	65	64	94	120	144
EBITDA	126	124	152	180	206
PTP	51	43	100	124	146
EPS adj	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11
DPS	0.00	1.80	3.80	4.80	5.60
Sales growth	6.9%	-15.9%	24.4%	14.2%	11.2%
EBIT margin	9.5%	11.0%	13.0%	14.6%	15.7%
EBITDA margin	18.2%	21.3%	21.1%	21.8%	22.5%
EPS adj. growth	31.0%	-6.5%	113.5%	25.5%	18.0%
Net debt	331	248	240	152	116
Net debt/Equity	61%	46%	40%	23%	16%
Net debt/EBITDA	2.6	2.0	1.6	0.8	0.6
EV/S	1.7	1.9	2.8	2.3	2.0
EV/EBIT	18.2	17.6	21.3	15.9	13.0
EV/EBITDA	9.5	9.1	13.2	10.6	9.1
P/E adj.	22.3	24.2	22.9	18.2	15.5
P/BV	1.6	1.6	2.9	2.7	2.4
Dividend yield	0.0%	1.7%	1.7%	2.2%	2.6%
FCFE-yield	1.5%	8.2%	1.5%	2.9%	4.3%

Source: Company data and Murgata

## Analyst

Björn Olander  
bjorn.olander@murgata.se

## Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	1,759
Net debt (SEKm)	261
EV (SEKm)	2,019

Free float	70%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSS SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO	Jan Wahlström
CFO	Ewa Linsäter
Chairman	Yvonne Mårtensson

Homepage	<a href="https://elosmedtech.com">elosmedtech.com</a>
Next report	16 July 2021

## Estimate revisions

(%)	2021E	2022E	2023E
Net sales	4.2%	1.7%	1.4%
EBIT	32.7%	22.8%	22.4%
EBITDA	30.5%	21.6%	21.3%
EPS adj.	55.8%	34.6%	29.5%



Performance	3M	6M	12M	YTD
	60%	98%	203%	98%

# Investment case

Vi höjer estimaten och lyfter motiverade värdet till SEK 250 (155). Vi förväntar oss att den starka utvecklingen som hittills överträffat våra förväntningar kommer fortsätta. Just nu påverkas aktien av budet från TA Associates. Vi anser att budet på SEK 215 är för lågt och tror att aktieägare som inte accepterar kommer se betydligt högre kurser inom kort om aktien fortsätter vara noterad.

*Elos kunderna inom ortopedisk robotkirurgi är entusiastiska*

*Utbyggnaden i Skara färdigställs i sommar och vi tror att koncernens högsta marginaler därmed kommer bli ännu högre*

## Försäljningen växer kraftigt och marginalerna expanderar

Efter ett par starka rapporter har det blivit allt tydligare att såväl Orthopedics som Dental kommer gå starkt under åtskilliga år framöver. Vår positiva syn på robotkirurgi har stärkts ytterligare av att entusiasmen från de stora aktörerna, varav de flesta är kunder till Elos.

Utbyggnaden av fabriken i Skara, som initierats på grund av den goda efterfrågan inom Life Science, väntas bli klar under sommaren. Den fokuserar på tillverkning av polymera produkter som har de högsta marginalerna i koncernen. Hög tillväxt i kombination med höga marginaler, som vi tror kommer bli ännu högre på grund av att tillbyggnaden är renrumsklassad, kommer bidra till Elos tillväxt och marginalexpansion under åtskilliga år framöver.

### Resultaträkning i sammanfattning

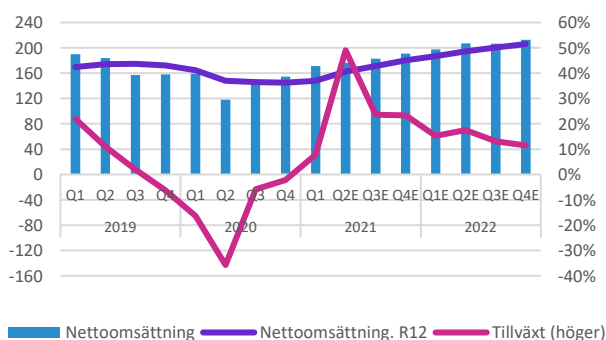
[SEKm]	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Försäljning	577.9	644.7	689.4	579.9	721.2	823.9	916.0
EBIT	42.7	47.4	65.3	63.6	93.8	120.2	143.9
EBITDA	94.0	99.7	125.6	123.6	151.9	179.9	205.7
EPS, justerad	3.73	3.64	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11
Bruttomarginal	28.1%	28.1%	31.0%	32.4%	34.6%	35.8%	36.7%
EBIT-marginal	7.4%	7.4%	9.5%	11.0%	13.0%	14.6%	15.7%
EBITDA-marginal	16.3%	15.5%	18.2%	21.3%	21.1%	21.8%	22.5%
Försäljningstillväxt	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	24.4%	14.2%	11.2%
EBIT-tillväxt	0.0%	11.0%	37.8%	-2.6%	47.5%	28.1%	19.7%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

*Åtskilliga faktorer talar för att den påbörjade marginalexpansionen kommer fortsätta*

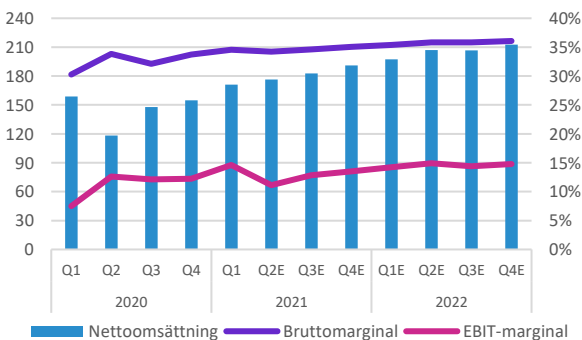
Under pandemin har kostnadsstrukturen varit svårbedömd på grund av produktionsbortfall, förändring av aktiviteter och statliga stöd. Men bakom allt det pågår en marginalexpansion som drivs av faktorer som ökad andel egna produkter (som till skillnad från övriga inte kontraktstillverkas), en förbättrad produktmix med större andel avancerade produkter och kraftig tillväxt av polymerverksamheten som alltså har höga marginaler. Dessutom har Elos en betydande operationell hävstång på grund av den relativt höga andelen fasta kostnader.

### Nettoomsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

### Nettoomsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

## Kort sammanfattning av läget i de tre affärsområdena

*Exponering mot några av de intressantaste medtech-områdena*

Elos Medtech har en attraktiv och väl utvald exponering mot några av de intressantaste områdena inom medtech. Bolaget har tre affärsområden som beskrivs närmare i ett separat avsnitt, men här finns en kort sammanfattning av några av de viktigaste aspekterna just nu.

### Affärsområde Orthopedics

*Vi räknar med att produkter för robotkirurgi kommer bli en håller på att bli en mycket stark tillväxt drivare under många år framöver.*

Elos har kommit att bli en betydande tillverkare av produkter som används vid ortopedisk robotkirurgi. Det är en marknad som befinner sig i ett tidigt skede, men som de stora ortopedibolagen satsar mycket på. Det förväntas bli hög tillväxt från dagens förhållandevis låga nivåer, men redan har Elos en betydande försäljning inom området.

I början av november meddelade bolaget att det investerar SEK 70m på grund av den stora efterfrågan från kunderna och redan under 2021 förväntar sig bolaget en årlig försäljning på ca SEK 100m. Vi tror att Elos produktionskapacitet snarare än marknadens efterfrågan som kommer att begränsa försäljningstillväxten under de närmaste åren.

### Affärsområde Dental

*Dental påverkades mest negativt av pandemin, men marknaden återhämtar sig och Elos lanseringar i USA och den starka positionen inom digital tandvård tror vi kommer lyfta tillväxten när läget normaliserats.*

Dental har drabbats hårt av pandemin och utöver normaliseringen som fortfarande pågår finns det en betydande potential inom det här området som Elos varit verksamt inom i flera decennier.

Elos en väldigt stark ställning inom digital tandvård som tar fart alltmer nu när implantatmarknaden kommer ur svackan orsakad av pandemin. Lanseringen av produkter i USA har i praktiken fördröjts ett år på grund av pandemin. Elos lanserar också sina egna produkter och även om det inte är idealiskt under pandemin räknar vi med att det kommer få en allt större betydelse för Elos försäljning och dessutom till högre marginaler än de kontaktstillverkade produkterna.

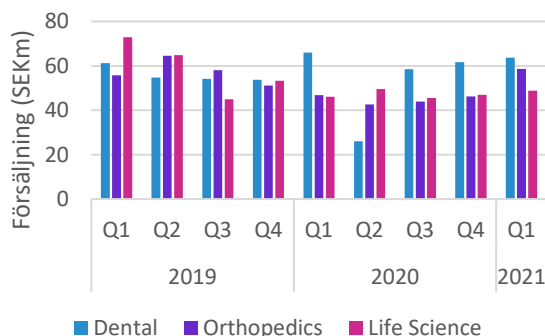
### Affärsområde Life Science

*De olika delarna inom Life Science har påverkats i olika riktningar av pandemin. Tillbyggnaden i Skara slutförs under sommaren.*

Life Science har haft en blandad utveckling under pandemin. Till exempel har tillverkningen av produkter till Getinges ventilatorer varit positiv, komponenterna som under årtionden tillverkats till Novo Nordisk har inte påverkats så mycket eftersom diabetiker fortsätter att ta sitt insulin medan försäljningen av produkter som används för allergitester minskat betydligt när patienter undvikit sjukvård av mer rutinmässig natur.

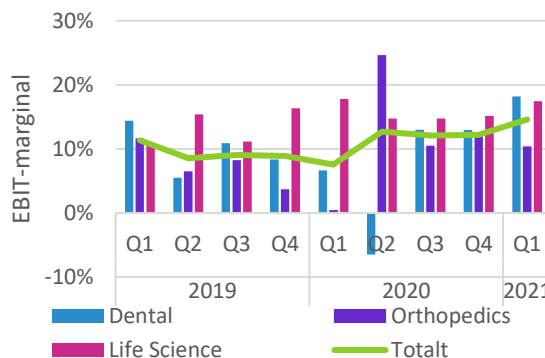
Den goda efterfrågan inom Life Science gör att Elos utökar produktionsytan i Skara från 3,300 kvadratmeter till 5,700 kvadratmeter. Tillbyggnaden blir renrumsklassad och vi tror att den här enheten som är lönsammast i koncernen kommer växa ordentligt till än högre marginaler.

## Försäljning per affärsområde



Källa: Murgata och bolagsdata

## EBIT-marginal per affärsområde



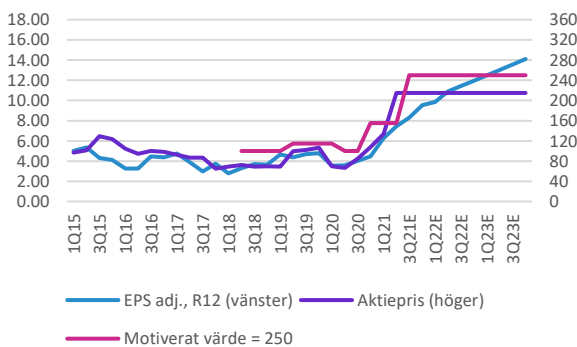
Källa: Murgata och bolagsdata

## Höjda estimat lyfter motiverade värdet till SEK 250 (155)

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 250 (155)

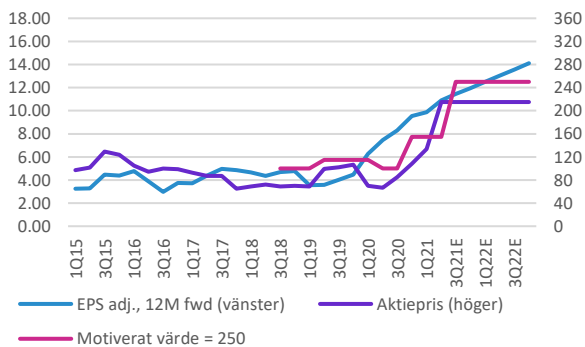
Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 250 (155) per aktie på grund av den starka utvecklingen som vi tror kommer fortsätta under åtskilliga år och trots motvind från valutor. Vi har flera värderingsansatser (läs mer i värderingsavsnittet), men ett enkelt sätt att illustrera sambandet mellan vinst och aktiekurs framgår nedan. I den vänstra figuren är vinsten per aktie (EPS) baserad på de fyra senast rapporterade kvartalen ("trailing") och i det högra baseras EPS på de kommande fyra kvartalen ("forward").

### Aktiekurs, motiverat värde och EPS (trailing)



Källa: Murgata och bolagsdata

### Aktiekurs, motiverat värde och EPS (forward)



Källa: Murgata och bolagsdata

Ytterligare en höjning av motiverade värdet på grund av positiva estimatrevideringar

Vi inledde bevakning av Elos Medtech med ett motiverat värde på SEK 100 när aktien stod i SEK 70.40. Senare höjde vi motiverade värdet till SEK 115, men sänkte det till SEK 100 när pandemin drabbade såväl Elos som marknaden som helhet. I november 2020 höjde vi motiverade värdet till SEK 155, främst på grund av all robotkirurgi började ta fart. Nu höjer vi vårt motiverade värde till SEK 250, vilket är helt och hållet är drivet av estimatförändringar.

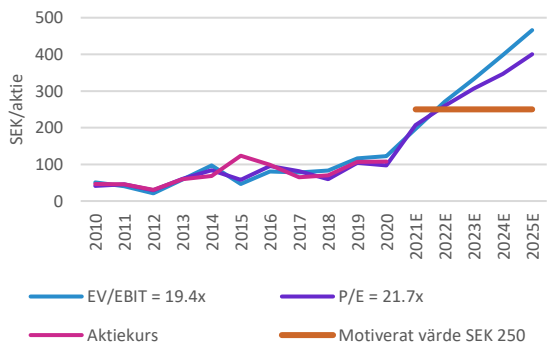
Nu styrs aktien budet, men blir den kvar på börsen tar fundamentala återigen överhanden

Vi tar inte hänsyn till den pågående budprocessen i vår värdering. Däremot påverkas aktien just nu av den snarare än av fundamentala faktorer. Budet ligger förnärvarande på SEK 215 och aktien handlas nära den nivån. Om bolaget blir kvar på börsen, vilket vi tror och hoppas, kommer aktien återigen värderas på fundamentala grunder.

Med våra estimat och historisk värdering kommer aktien passera SEK 300 om något år

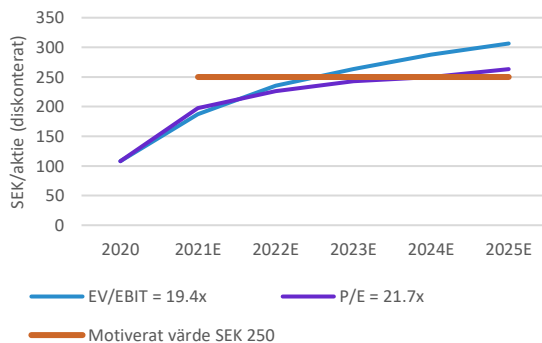
Läs mer om våra tankar om värderingen i det separata värderingsavsnittet. Om aktien värderas till sina historiska multiplar (EV/EBIT och P/E) kommer aktiekursen, enligt våra estimat, passera SEK 300 inom något år. Man kan dock argumentera för att multiplarna borde vara högre än de historiska på grund av bolagets starka tillväxt och att värderingarna kommit upp på marknaden som helhet. Vi anser alltså att aktien borde handlas till SEK 250 redan idag.

### Aktiekurs vid historiska värderingsmultiplar



Källa: Murgata och bolagsdata

### Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

# Budet och varför det inte bör accepteras

## Budet är för lågt och varför inte invänta Q2-rapporten?

De som inte är vana vid budprocesser slås till en början av att de är komplicerade och omgärdas av juridiska formuleringar, komplicerade uttalanden och högtravande språk.

Men om man skalar man bort allt sådant är det i grunden en enkel fråga man som aktieägare har att ta ställning till och man behöver inte ens svara. I det här fallet kan den översättas till:

*”Vi vill köpa dina aktier för SEK 215. Om du kan tänka dig att sälja kan du tacka ja senast måndagen den 5 juli”*

Samtidigt kan beslutet påverkas av hur man tror att processen kommer utvecklas och ibland är de osäkra. Murgata ger inga individuella rekommendationer om hur enskilda personer bör agera eftersom det beror på personliga förutsättningar, preferenser och riskbenägenhet.

## Budet är för lågt och vi tror att de som behåller får bättre betalt än säljarna

När det gäller värderingen anser vi att nivån SEK 215 per aktie är alldeles för låg. Vi anser att aktien redan idag borde stå i SEK 250 utan hänsyn tagen till budet. Med en normal budpremie hamnar en rimlig budnivå en bit över SEK 300 per aktie. Om aktien hade handlats vid SEK 250 och det sedan kom ett bud med 30% premie hade budet hamnat på SEK 325. Det är 50% högre än det nuvarande budet. Även om budet höjs kommer det knappast bli så högt.

När bud dras tillbaka brukar aktien falla tillbaka initialt. Det är möjligt att den skulle göra det i det här fallet också, men vi anser att den starka utvecklingen rent operationellt och de ljusa framtidsutsikterna redan nu motiverar värden betydligt över budnivån.

## Den som tror på budgivarens värdeskapande förmåga bör behålla aktierna

Som vi beskriver i avsnittet där vi går igenom villkoren är det fullt möjligt att budet fullföljs vid en betydligt lägre acceptnivå än 90%. I så fall kommer de som accepterat få sina aktier sålda till budgivaren. De som inte accepterat kan däremot kvarstå som aktieägare.

Vi tror att Elos aktie kommer utvecklas starkt under åtskilliga år framöver oavsett vilken ägare bolaget har. Det behöver definitivt inte vara ett dåligt alternativ om en ny stark ägare med en genomarbetad strategisk plan genomför åtminstone en del av åtgärderna de tänkt genomföra om de hade fått full kontroll över bolaget.

Den här situationen är inte helt ovanlig. EQT äger drygt 78% av aktierna i Karo Pharma och ett bolag som kontrolleras av SEB Private Equity äger 81% av aktierna i Axxid.

I oktober 2018 lade EQT ett bud på SEK 36.90 på Karo Pharma (budpremie 25%). I januari 2019 höjdes budet till SEK 38 (höjning 3%). Budet fullföljdes i slutet av januari och när det meddelades kontrollerade de cirka 63% av aktierna, men det har alltså ökat till 78% sedan dess. Aktien har handlades över SEK 70 i september-oktober 2020, vilket alltså var ungefär en fördubbling sedan den ursprungliga budnivån.

I Axxids fall var det ursprungliga budet som lades i december 2019 SEK 14.50 (30% premie) och sedan höjdes det med ca 24% till SEK 18. Det fullföljdes i början av februari och aktien handlas nu, trots en pågående nyemission, till cirka SEK 30. Det är alltså dubbelt så högt som den ursprungliga budnivån för drygt ett halvår sedan. Under budprocesser brukar aktier handlas i relation till budnivåerna och påverkas av spekulationer om exempelvis höjt eller tillbakadraget bud. Den största delen av uppgången inträffade efter budprocessen avslutats.

*Budprocesser är komplicerade, men det är i grunden en enkel fråga som man inte ens behöver svara på*

*Budet på SEK 215 är alldeles för lågt och ligger under vårt motiverade värde på SEK 250.*

*Vi anser att SEK 325 hade varit mer normalt, men förväntar oss inte att budgivaren höjer till den nivån.*

*Får budgivaren in >90% blir alla av med sina aktier, men...*

*...det är möjligt att budet fullföljs vid en betydligt lägre nivå...*

*...och då blir TA Associates en stor ägare...*

*...på samma sätt som Karo Pharma och Axxid har private equity-ägare som kommit in efter bud...*

*...och i båda fallen har kursen dubblats från den initiala budnivån.*

*Budgivaren vill inte att aktieägarna ska se Q2-rapporten som släpps nästa vecka...*

*...innan de bestämmer sig trots, eller tack vare, att den är kommer ge intressanta pusselbitar...*

*...som kan ha stor betydelse för aktiens värdering...*

*...eftersom alla tre affärsområden befinner sig i intressanta lägen på grund av pandemin, men framför allt på grund av expansion och lanseringar.*

## Vi anser att aktieägarna bör ha Q2-rapporten som beslutsunderlag

Elos rapporterar den 16 juli, men budgivaren har satt acceptperioden till och med 5 juli. Det är så klart ingen slump att de lagt en tidplan som innebär att aktieägarna inte får ta del av den senaste informationen. Bolagets kommunikation begränsas inför rapporter och dessutom innebär budet att kommunikation med marknaden blir betydligt känsligare.

Aktien har gått starkt under det senaste året. Till en början berodde det på återhämtning av aktiekursen efter paniken i samband med pandemin, men sedan har den positiva utvecklingen fortsatt. Den operationella utvecklingen har förbättrats på ett imponerande sätt. Efter den starka Q1-rapporten tog aktien rejäl fart och vi anser att kursuppgången är fundamentalt motiverad.

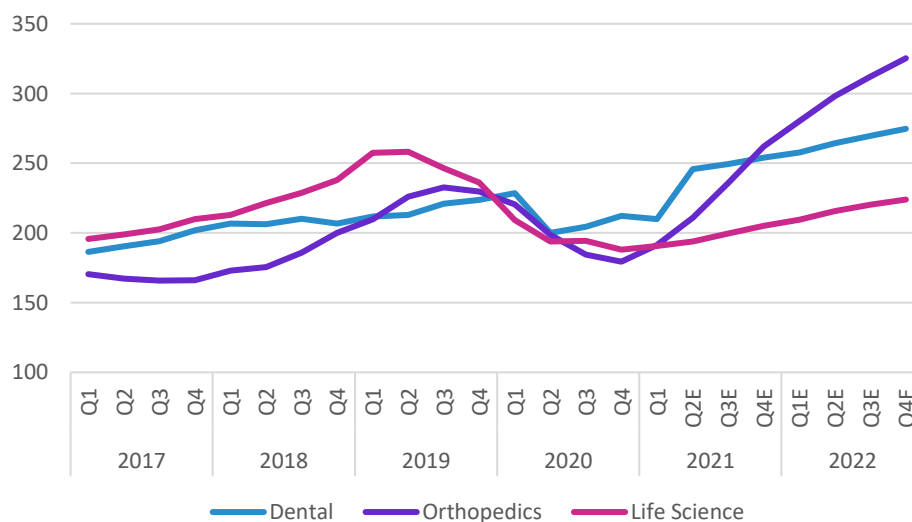
Q2-rapporten kommer ge ytterligare pusselbitar och vi anser att det är helt obegripligt hur aktieägare kan acceptera ett bud på SEK 215 utan att vilja se rapporten ca 10 dagar efter acceptperiodens slut. De finns nämligen en hel del aspekter i samtliga tre affärsområden som gör rapporten särskilt intressant just nu. Det kan också ha en stor betydelse för värderingen.

**Orthopedics** lyfter rejält på grund av bolagets starka ställning inom robotassisterad ortopedisk kirurgi. Det är en marknad som vi tror kommer mångdubblas och trots det tidiga skedet har Elos redan en betydande försäljning. Det här området kom in långt över våra förväntningar i Q1. Vi tror att Q2-rapporten kommer ge ytterligare intressanta pusselbitar till utvecklingen framöver. De långsiktiga trenderna är intressantast och det här området har definitivt potential att bli avsevärt större än vi än så länge inkluderat i våra prognoser.

**Dental** har fått viktiga godkännanden på den amerikanska marknaden, men pandemin har inneburit att försäljningen börjar komma igång ungefär nu. Elos är mycket etablerade och bolaget är även välpositionerat inom digital tandvård som vi och de stora globala dentalbolagen (varav många är under till Elos) tror kommer ta fart rejält efter pandemin.

**Life Science** är ett område där vissa delar varit relativt opåverkade av pandemin, andra drabbats negativt medan en del påverkats positivt. Därmed är det just nu särskilt relevant med ytterligare information för att bättre förstå dynamiken mellan de olika delarna. Tillbyggnaden i Skara slutförs nu och den initierades på grund av det goda efterfrågeläget och den stora potentialen med produkter som har de högsta marginalerna i koncernen.

## Alla affärsområden lyfts från botten av olika faktorer (försäljning i årstakt)



Källa: Murgata och bolagsdata

## Nuvarande tidslinje

### 1 juni: Styrelsen offentliggjorde att buddiskussioner pågår

Elos meddelade att diskussioner förts med en potentiell budgivare sedan drygt två veckor. Den indikerade budnivån var SEK 215. Styrelsen misstänkte att den starka aktiekursutvecklingen kan ha berott på att diskussionerna läckt ut.

*Något kan ha läckt, men vi tror att den starka kursutvecklingen lika gärna kan ha berott på den starka utvecklingen i bolaget och möjligen även tekniskt viktiga kursnivåer.*

Vi utesluter inte att det skett ett läckage och att någon handlat på insiderinformation, men efter att ha granskat handeln närmare är vi inte alls övertygade om att det verkligen var därför aktien gick upp. Aktiekursen har varit stark under en längre period och fick extra fart efter den mycket starka Q1-rapporten. Vi anser att kursutvecklingen kan motiveras på fundamentala grunder. Dessutom tenderar jämna kursnivåer som SEK 200 att utgöra tekniska motstånd och vi noterar att det var precis i samband med den nivån som aktien tog extra fart.

### 11 juni: TA Associates lade budet

TA Associates offentliggör erbjudandet som bland annat innebär att aktieägarna ges möjlighet att sälja sina aktier för SEK 215. Budpremien var 8%, vilken vi anser är exceptionellt låg.

*Budet på SEK 215 offentliggjordes*

### 11 juni: Styrelsen kommenterade budet

I pressmeddelandet hänvisades till budet, att styrelsen anlitat rådgivare och att styrelsen skulle utvärdera erbjudandet.

### 21 juni: Uttalande från styrelsen till aktieägarna

Senast två veckor innan acceptperiodens slut måste målbolagets styrelse uttala sig om budet. Därför skickade bolaget ut ett uttalande. Vi delar inte slutsatserna i styrelsens uttalande, men det är hur som helst ändå aktieägarna som bestämmer hur de vill agera. Se det separata avsnittet om uttalandet och våra kommentarer till styrelsens överväganden och slutsatser.

*Styrelsen uttalar sig pliktskyldigt*

### 5 juli: Acceptperioden slut – man måste inte svara och man kan ändra sig

Acceptperioden löper från och med 14 juni till och med 5 juli. Man måste inte ge något besked, men man kan acceptera erbjudandet om man så önskar. Det innebär att man förbinder sig att sälja sina aktier om budet går igenom.

*Acceptperioden tar slut idag och man kan ändra sig fram till kl 15.00*

Den som accepterat kan dra tillbaka accepten senast klockan 15.00 måndagen den 5 juli.

### 16 juli: Elos Medtech publicerar sin Q2-rapport

Det är uppenbarligen budgivarens avsikt att aktieägarna inte ska få ta del av den senaste informationen om hur det gått under kvartalet trots att det är avslutat. Bolaget har dessutom befunnit sig i en tyst period under större delen av budprocessen.

Det sägs ibland att kvartalsrapporter inte är så viktiga, men särskilt i det här dynamiska läget med återhämtning efter pandemin, kraftigt ökade aktiviteter inom såväl Ortopedi och Dental och en expansion av fabriken i Skara som framför allt tillverkar produkter inom Life Science.

Vi anser att det är fullständigt obegripligt att acceptera ett bud så tätt inpå en kvartalsrapport som kan ha ovanligt stor betydelse för marknadens syn på bolagets framtida utveckling. Det gäller särskilt eftersom aktieägarna kommer ha haft tre veckor på sig att sälja sina aktier över marknaden nära SEK 215. Ibland något högre och ibland något lägre. Men de som tyckt att det är ett bra pris har haft goda möjligheter att sälja.

*Vi anser att det är fullständigt obegripligt att acceptera budet utan att först ha läst rapporten*

Många som köpt aktier nära budnivån spekulerar sannolikt i ett höjt bud. Vi tror att det kommer krävas en betydande höjning av budet för att nå en acceptnivå som överstiger 90%.

## Exempel på villkor i erbjudandet

**Viktigt:** Investerar bör i första hand ta del av erbjudandet i materialet som budgivaren offentliggjort. Innehållet här är ofullständigt och om det inte överensstämmer med erbjudandehandlingarna är det de senare som gäller. Det här är inget erbjudande.

*Läs budgivarens erbjudandehandling för fullständig och korrekt information beträffande erbjudandet*

*Det finns ett antal standardmässiga situationer då budgivaren kan återkalla erbjudandet*

*>90% acceptans:  
Alla måste sälja aktierna, även om de inte accepterat*

*80-90% acceptans:  
Budgivaren måste köpa aktier från dem som accepterat. Övriga äger aktien som tidigare.*

*<80% acceptans:  
Budgivaren kan om de så önskar köpa aktierna som accepterat erbjudandet. Övriga äger aktien som tidigare.*

*Vi anser att det finns få skäl att acceptera budet just nu och de som vill sälja på SEK 215 har kunnat göra det över börsen i över tre veckor.*

Nedanstående är anpassat för att vara överskådligt och begripligt snarare än att det nödvändigtvis är juridiskt korrekt och det tar inte heller upp alla möjliga situationer som kan tänkas uppstå.

Det finns ett antal villkor där erbjudandet kan återkallas. Exempel på sådant är om någon lägger ett bättre bud, det inte är lagligt att genomföra det, att det inte inträffar något som väsentligt påverkar Elos negativt, att Elos har lämnat felaktig information eller att Elos försämrar förutsättningarna för att genomföra budet. De här villkoren finns utförligare beskrivna under punkt 2-6 under "Villkor för erbjudandets genomföranden" i erbjudandet.

### **Om budgivaren får fler än 90% av aktierna påkallas tvångsinlösen och aktien avnoteras.**

Det innebär att även dem som inte accepterat erbjudandet blir tvungna att sälja sina aktier. Då kommer budgivaren även verka för att aktien avnoteras från börsen.

Det vanligaste när ett bolag når >90% är att acceptperioden förlängs, så de som vill sälja sina aktier kan göra det över marknaden. Köpare i sådana lägen är aktörer som vill bli tvångsinlösta eftersom räntan som ges som kompensation är hög i förhållande till risken och andra räntebärande placeringsalternativ. Det har även hänt att acceptperioden inte förlängts.

### **Om budgivaren får mer än 80% av aktierna, men mindre än 90% blir aktien kvar på börsen.**

Om budgivaren får mer än 80% av aktierna måste erbjudandet fullföljas, även om de inte når upp till 90%. Eftersom tvångsinlösen endast kan påkallas om budgivaren når över 90% kommer de kvarvarande aktieägarna få behålla sina aktier. I praktiken kan inte heller aktien avnoteras, så aktien fortsätter att handlas på börsen ungefär som idag.

### **Om budgivaren inte når upp till 80% kan de ändå välja att fullfölja erbjudandet.**

Om erbjudandet fullföljs, oavsett acceptnivå, kommer ägare som accepterat erbjudandet automatiskt sälja sina aktier till budgivaren.

Kommer de inte över 90% fortsätter aktien att handlas precis som idag och om budet fullföljs kommer TA Associates bli en ny storägare i Elos Medtech. Även om det inte är en idealisk ägarbild, har den i alla fall fördelen att det blir en tydlig huvudägare som på ett effektivt sätt kan genomföra en väl utarbetad strategisk plan.

### **Många aktieägare bör rimligen vilja äga aktien oavsett om budgivaren blir ägare eller inte.**

Vi är övertygade om att det kommer bli en mycket intressant resa att vara aktieägare i Elos Medtech under åtskilliga år framöver. Det gäller rimligen oavsett hur ägarbildens ser ut när budprocessen slutförts. De aktieägare som inte tackar ja till budet har därmed möjlighet att behålla sina aktier under förutsättning att budgivaren inte når högre än 90%.

Om erbjudandet inte fullföljs (inte över 80% acceptans och budgivaren inte vill) kommer även dem som accepterat erbjudandet behålla sina aktier precis som tidigare.

Aktieägare som velat sälja sina aktier på SEK 215 har redan haft tre veckor på sig att göra det.



## Exempel på möjliga händelseförlopp framöver

När acceptperioden avslutas den 5 juli kommer antalet aktier som accepterat erbjudandet räknas. Utfallet kommer offentliggöras och i samband med det brukar budgivaren meddela nästa steg.

### Budet kan dras tillbaka

*Tillbakadragat bud*

Budgivaren har i det här fallet möjlighet att genomföra erbjudandet vid låg acceptansgrad, men det kan anses vara alltför lågt och utan realistiska möjligheter att nå tillräckligt hög nivå framöver. Det kan till exempel handla om att antalet röster inte är tillräckligt stort eller att investeringens belopp blir alltför litet för att motivera ägarnas aktiva engagemang i bolaget.

### Accepttiden kan förlängas

*Förlängd accepttid*

Budgivare kan förlänga accepttiden. Det görs för att budgivaren tror att fler kommer acceptera budet på grund av behov av längre betänketid eller att utfallet i acceptperioden antas göra fler benägna att acceptera. Ett vanligt fall är när budgivaren når >90% och de kvarvarande aktieägarna ges möjlighet att sälja sina aktier för att slippa en utdragen process med tvångsinlösen.

### Budet kan höjas

*Höjt bud*

Fler aktieägare är beredda att sälja sina aktier vid en högre budnivå. Det är därför vanligt att budgivare blir tvungna att höja budet för att uppnå en högre acceptansgrad. Det är vanligt att bud höjs i samband med att utfallet kommuniceras och därmed blir det så klart även en förlängd accepttid. Budgivaren kan även höja budet mitt under acceptperioden med eller utan att förändra slutdatumet.

### Konkurrerande bud möjliga, men försvåras på grund av storägares agerande

*Vi tror att det finns en hel del potentiella köpare av Elos Medtech, men...*

När en budgivare lämnat ett erbjudande kan andra aktörer passa på att lägga konkurrerande bud innan bolaget "försvinner" till en ny ägare. Det händer att det på det här viset uppstår budstrider mellan aktörer som är intresserade av att köpa bolaget.

Vi tror att det finns aktörer som är intresserade av att förvärva Elos Medtech. Det gäller såväl andra industriella aktörer som private equity-bolag som den nuvarande budgivaren. Det som talar emot att det kommer inträffa nu är dels att det fortfarande inte inkommit något (det har gått en månad sedan det blev offentligt att diskussioner fördes) och dels att processen har snäva tidsramar under en period då många slutför aktiviteter inför sommarens ledighet.

*...Svolder och familjen Nilsson har tecknat avtal med budgivaren som försvårar konkurrerande bud...*

Men framför allt har budgivaren dessutom skrivit separata avtal med två större ägare. Det är Svolder (15.4% av aktierna och 21.9% av rösterna) och familjen Nilsson (5.6% av aktierna och 15.6% av rösterna) som har ingått sådana avtal med budgivaren redan innan budet offentliggjordes. Det finns flera villkor, men det viktigaste är att de har förbundit sig att sälja sina aktier till TA Associates även om någon annan lägger ett högre bud. Syftet för budgivaren är att försvåra för konkurrerande budgivare.

*...vilket skulle kunna leda till att aktieägarna går miste om mycket betydande belopp.*

Konsekvensen blir att förutsättningarna för konkurrerande bud försvåras markant. Man kan inte heller frigöra sig från tanken på att det i vårt tycke alltför låga budet till en del förklaras av att budgivaren på grund av de här avtalen inte ansåg sig behöva lägga ett högre bud.

Vi anser att sådana avtal är fullständigt förkastliga. Vi anser att sådana avtal ger mycket begränsade fördelar för dem som ingår dem, men kan innebära att aktieägarna (ironiskt nog även dem som tecknat avtalen) går miste om hundratals miljoner kronor. Till exempel hade en så liten höjning som 10% inneburit cirka SEK 170m högre ersättning till aktieägarna. Men vi kommer aldrig få reda på om och i så fall hur mycket avtalen har påverkat i just det här fallet.

# Styrelsens och budgivarens uttalanden

## Våra kommentarer till styrelsens uttalanden

*Styrelsen rekommenderar budet...*

Enligt de så kallade takeover-reglerna är styrelsen tvungen att uttala sig om budet och den 21 juni rekommenderade styrelsen enhälligt aktieägarna att acceptera erbjudandet på SEK 215 per aktie.

*...men det behöver inte aktieägarna lägga någon vikt vid.*

Aktieägarna tillsätter styrelsen, men det är så klart upp till aktieägarna att avgöra om de vill sälja sina aktier till TA Associates. Vi noterar att aktieägarna haft cirka tre veckor på sig att sälja sina aktier över marknaden på ungefär samma nivå. Vi ser därför ingen logik att de aktieägare som fortfarande äger aktien ska acceptera budet.

Styrelsen skriver att den *"har en stark tro på bolagets långsiktiga framtidsutsikter samt den nuvarande strategin och affärsplanen och ser potential för ytterligare värde främst inom affärsområdena Dental, egna produkter och Orthopedics produkter inom robotkirurgi"*.

Vi delar den uppfattningen. Inom alla de här områdena tar utvecklingen fart på allvar nu, trots att vissa delar fortfarande är negativt påverkade av pandemin. Vår uppfattning är att Elos står inför en mycket kraftig period av tillväxt och lönsamhetsförbättringar. Den utvecklingen har blivit alltmer uppenbar under de senaste kvartalen, men vi förväntar oss att de starka underliggande drivkrafterna kommer ha en positiv inverkan under åtskilliga år framöver.

*Vi delar styrelsens starka tro på bolagets framtidsutsikter*

Vår optimism baseras inte bara på Elos rapporterade resultat och kommentarer om utvecklingen. De stora globala spelarna inom såväl ortopedi som dental, varav många är kunder till Elos, är mycket entusiastiska till framtiden. Elos har sedan länge etablerade relationer till de här bolagen och är en betydande spelare inom de intressantaste segmenten.

Styrelsen skriver också pliktskyldigt på standardmässigt juridiskt språk att aktieägarna ska *"vara medvetna om att antaganden om framtida utveckling till sin natur är osäkra och förenade med risk eftersom de avser förhållanden, och är beroende av omständigheter, som inträffar i framtiden"*.

*Ingen vet säkert hur framtiden kommer utvecklas, men det gäller alla bolag*

Vi håller med om att antaganden om framtiden är osäkra, men det bör alla aktieägare i alla bolag vara medvetna om. Vi anser att riskerna i Elos är betydligt mindre än för många andra bolag på börsen som i större utsträckning påverkas av svängningar i konjunkturen, snabba teknikskiften, intensiv konkurrens, förändrade konsumtionsmönster med mera.

Styrelsen drar slutsatsen att *"aktieägarna genom Erbjudandet blir kompenserade för bolagets potential, beaktat även den tid det tar att genomföra, och de olika risker som finns att inte fullt ut kunna genomföra, bolagets affärsplan"*.

*Aktieägarna blir inte kompenserade för bolagets potential på grund av att det kan inträffa okända saker i framtiden*

Bolaget har som brukligt inte offentliggjort sin affärsplan, så den kan aktieägarna knappast förhålla sig till. Att det tar tid innan bolagets fulla potential uppnås rent operationellt är självklart att aktieägarna är medvetna om. Vi är övertygade om att den mycket positiva utvecklingen som redan har påbörjats kommer fortsätta i åtskilliga år framöver. Vi anser att det är troligt att riskerna/osäkerheterna påverkar bolaget i positiv snarare än negativ riktning.

Styrelsen noterade dock att budpremien på 8% *"är låg jämfört med andra bud som offentliggjorts på Nasdaq Stockholm under senare tid men har i sin bedömning gjort en sammanvägd värdering av Erbjudandet jämfört med bland annat aktiens historiska utveckling, volymen i handeln och värderingen i absoluta nivåer"*.

*Budpremien på 8% är låg*

Vi håller med om att budpremien är låg. Den 1 juni offentliggjorde styrelsen att den förde samtal med en potentiell budgivare och att den indikativa nivån låg på SEK 215. Anledningen till det offentliggörandet var att aktien gått starkt. Det är möjligt att något kan ha läckt, men när vi granskar handeln är det inte uppenbart att det orsakade kursuppgången. I det stora hela har aktien gått starkt ända sedan börsern bottenade under pandemin. Den mycket starka Q1-rapporten som släpptes 28 april gav ytterligare skjuts åt aktiekursen som vi anser är fundamentalt underbyggd. Det var flera veckor innan budgivaren inledde diskussioner med styrelsen. Som vi nämnt på annat ställe kan det även ha tekniska orsaker (SEK 200 passerades).

*Att aktien var nedpressad under pandemipaniken och gått starkt sedan dess har ingenting att göra med huruvida SEK 215 är en rimlig nivå eller ej.*

Att styrelsen väger in "aktiens historiska utveckling" i sin bedömning är mycket förvånande. Vi noterar även att en storägare uttalat sig i media om att budet på SEK 215 är betydligt högre än de SEK 70 som aktien handlades i för ett år sedan och att de därför anser sig göra en bra affär. Nivån kring SEK 70 inträffade när paniken var som allra störst på grund av pandemin och det påverkade samtliga finansiella marknader globalt. Vi anser inte att man bör väga in det priset när man gör en bedömning av vad aktien bör vara värd idag. Det är skillnad på pris och värde och det gäller i synnerhet i sådana situationer. Aktiemarknaden är framåtblickande och bör enbart ta hänsyn till bolagets framtida utveckling även under mer normala omständigheter.

*Det är ologiskt att en köpare ska betala mindre för att likviditeten i aktien är låg*

Vidare väger styrelsen in "volymen i handeln" när den tar ställning till priset. Beroende på vilket perspektiv man har kan det motivera ett högre pris eftersom den som vill köpa kommer driva upp kursen. För den som vill sälja aktier i marknaden har det motsatt effekt. Men att styrelsen väger in det i sin bedömning av vad som är ett rimligt värde för aktieägarna att acceptera är även det förvånande. Om något bör man förvänta sig att köpare betalar ett högre pris.

*Styrelsen bör ha en långsiktig syn och tillvarata långsiktiga ägares intressen snarare än att underlätta för aktieägare som vill sälja aktier*

Möjligen kan det vara så att styrelsen anser att de har som uppgift att underlätta större ägares försäljning av aktier genom att rekommendera samtliga aktieägarna att acceptera budet. Vi anser däremot att styrelsen bör tillvarata samtliga aktieägares intresse. Styrelsen bör ha ett långsiktigt fokus och verka i aktieägarnas intressen. I den mån de tvingas välja mellan att tillvarata långsiktiga aktieägares intressen (oavsett storlek på innehav) och aktieägare som vill sälja sitt innehav bör de rimligen prioritera långsiktiga ägare som tror på bolaget.

*Styrelsen bör inte heller väga in att det är smidigt för storägare som sitter på A-aktier som inte kan säljas över börsern att sälja aktierna i ett bud*

Till saken hör också att budgivaren från början fick med sig två innehavare av A-aktier (Svolder och familjen Nilsson). Dessa aktier är inte noterade och kan därför inte avyttras över marknaden. För dem är det så klart smidigt att bli av med aktierna genom ett bud. Men vi anser att det kan hanteras på andra sätt, till exempel att någon köper dessa aktier utanför marknaden (som Svolder gjorde) eller att de omstämplas till B-aktier. Som vi skrev i avsnittet om konkurrerande bud anser vi att de avtalen är fullständigt förkastliga för samtliga aktieägare.

*Styrelsen måste ta in en fairness opinion, men vi anser att sådana hör hemma i papperskorgen.*

Slutligen har styrelsen vägt in "värderingen i absoluta nivåer". Vi tror inte att styrelsen hade någon konkret uppfattning om vad som var en rimlig värdering av bolaget innan budet. Däremot har styrelsen som brukligt anlitat en "oberoende expert" för en så kallad fairness opinion som är ett sorts värderingsutlåtande. Det är inte ovanligt att sådana kostar åtskilliga miljoner, men Grant Thornton som anlätades i det här fallet hör förhoppningsvis till de billigaste. Som vanligt resulterade det i slutsatsen att budet är "skäligt ur finansiell synvinkel".

*Vi hoppas att styrelsen baserar sin slutsats på betydligt fler faktorer, men anser inte att aktieägarna bör acceptera budet på SEK 215.*

Vi hoppas att styrelsen baserar sin slutsats om att rekommendera aktieägarna att acceptera budet på betydligt fler faktorer än dem som anges i uttalandet. Oavsett hur det ligger till med den saken håller vi inte med om styrelsens slutsats. Vi anser inte att aktieägarna bör acceptera erbjudandet. De som vill sälja på SEK 215 kan göra det över marknaden. Vi tror att det går att hitta andra ägare som kan köpa större ägares aktier på SEK 215. Om aktien blir kvar på börsern, oavsett om TA Associates blir ägare eller ej, är vi övertygade om att kvarvarande aktieägare kommer kunna sälja sina aktier på betydligt högre nivåer inom en inte alltför avlägsen framtid.

## Våra kommentarer till budgivarens uttalanden

Budgivaren TA Associates och det för budet nybildade bolag har redogjort för "Bakgrund och motiv för Erbjudandet" i såväl det första pressmeddelandet som i erbjudandehandlingen.

Texten inleds med sedvanliga uttalanden om att de har följt bolaget länge, är imponerade av verksamheten, uppskattar ledningens värdeskapande arbete osv.

### Pris- och kostnadspress?

Budgivaren skriver: "TA Associates kommersiella bedömning är att Elos Medtech har byggt upp en solid grundverksamhet centrerad kring långa relationer och med en bas av större företagskunder, och Bolaget har en framstående tillverkningsexpertis och goda utvecklingsmöjligheter. Dock anser TA Associates att det finns en ökande konkurrens på CDMO-marknaden, med tilltagande pris- och kostnadspress".

Vi håller med om att Elos har långa relationer med större kunder och en framstående tillverkningsexpertis. Det är mycket viktiga styrkor som Elos byggt upp under många år i nära samarbete med flera av de globalt ledande medtech-bolagen. Vi håller också med om att det finns goda utvecklingsmöjligheter, särskilt inom den nya områdena (exempelvis robotkirurgi) som vi är övertygade kommer växa mycket kraftigt under många år framöver. Elos är redan idag ett av de ledande bolagen inom några av branschens hetaste segment.

*Elos har under lång tid byggt upp nära relationer med globalt ledande medtech-bolag.*

*Elos är vana vid att hantera pris- och kostnadspress och kunderna värdesätter även många andra faktorer än priset*

Det har alltid varit konkurrens för kontraktstillverkande bolag (CDMO) och Elos hävdar sig mycket väl gentemot konkurrenter. Så pris- och kostnadspress är något som Elos är vana vid att hantera. Dessutom värdesätter kunderna i medtech-branschen i större utsträckning än inom många andra branscher kontraktstillverkarens kvalitetsarbete (som är regulatoriskt nödvändigt), leveranssäkerhet, flexibilitet, förmåga att utveckla nya produktgenerationer med mera. Elos har tillverkning i Sverige, Danmark, USA och Kina och den bredden och flexibiliteten kommer sannolikt bli betydligt viktigare framöver när man väljer kontraktstillverkare.

### Betydande investeringar krävs?

Budgivaren skriver: "Som investerare inom medicintekniksektorn har TA Associates även noterat den snabba förändringen av regelverket, vilket kan komma att medföra vissa hinder för CDMOs fortsatta tillväxtpotentialer. Av dessa anledningar tror TA Associates att det kommer att krävas betydande investeringar i Elos Medtech över de kommande åren. Genom ökade investeringar i produktionsanläggningar, R&D och i regelverkshantering, kan Elos Medtech kan bibehålla sin starka position som en högkvalitativ CDMO".

Regelverket har förändrats snabbt och vi håller med om att det kan utgöra ett hinder för kontraktstillverkarens tillverkningsmöjligheter. Just därför är det betryggande att Elos har en stark kultur av noggrant kvalitetsarbete och bolaget har lång erfarenhet av nära samarbeten med några av de största och mest krävande medtech-kunderna i världen.

En större regulatorisk press utgör en viktig differentiering jämfört med många andra kontraktstillverkare som inte har lika lång erfarenhet och inte enbart är specialiserade på medtech. Högre regulatoriska krav gör att alla måste höja nivån, men vi tror att ett bolag som Elos inte bara är relativa vinnare på en sådan utveckling. Vi tror att bolaget även i absoluta tal har goda möjligheter att flytta fram positionerna inom de mest krävande och därmed mest attraktiva och lönsamma segmenten.

Investeringar i produktionsanläggningar och R&D är något som vi håller med om är viktigt. Elos har under de senaste åren gjort betydande investeringar i framför allt produktionsanläggningar. Bolaget är precis på väg att skörda frukten av de tunga investeringarna och det gör det än mer

*Ett förändrat regelverk bygger barriärer för Elos potentiella konkurrenter...*

*...som gör att Elos kan gynnas av en sådan utveckling även i absoluta termer.*

olyckligt för aktieägarna att sälja sina aktier till ett pris som snarare reflekterar kostnaderna för investeringarna än de framtida intäkterna från investeringarna.

*Vi håller med budgivaren om att det troligen skulle vara värdeskapande att investera och/eller förvärva aggressivt närmaste tiden, men...*

*...det är inget vi än så länge inkluderat i våra estimat på grund av att vi är osäkra på om bolaget kommer ta det steget.*

*Tvärt emot vad PE-bolag brukar hävda anser vi att det går utmärkt att finansiera värdeskapande investeringar via aktiemarknaden*

*Aktieägare som tror på budgivarens värdeskapande bör inte acceptera budet...*

*...eftersom de då kanske får möjlighet att vara med på den fortsatta resan.*

*Vi delar inte budgivarens uppfattning om att värderingen är attraktiv för nuvarande ägare*

Däremot tror vi att det finns ytterligare potential att på ett mer aggressivt sätt än hittills investera och kanske även förvärva sig till en ännu större och starkare verksamhet för att fullt ut dra nytta av de mycket goda förutsättningarna som Elos har under de närmaste åren.

I vår analys publicerad 25 november 2020 skrev vi: *”Vår bedömning är att det är bolagets förmåga att öka produktionskapaciteten snarare än marknadens efterfrågan som begränsar tillväxtpotentialerna om vi blickar framåt ett par år. Om finansiella restriktioner skulle hålla tillbaka nödvändiga investeringar bedömer vi att det finns goda möjligheter att ta in det kapitalet som behövs kapital via aktiemarknaden. Det verkar inte vara aktuellt just nu, men möjligheterna inom robotkirurgi bör tillvaratas”.*

Det här är ett strategiskt beslut som vi, och förmodligen även budgivaren, anser bör genomföras för att verkligen frigöra potentialen i Elos Medtech. Det är dock inget vi inkluderat i våra estimat eller värdering eftersom vi är tveksamma till om styrelsen och större ägare är beredda att genomföra satsningarna.

Private equity-bolag brukar hävda att ambitiösa investeringar bör göras i privat miljö, men som vi skrev i citatet ovan anser vi att börsen är en utmärkt källa för den typen av finansiering. Möjligen underlättas sådana beslut av att större aktieägare som inte tror på verksamheten säljer sina aktier. Även om budet inte går igenom anser vi att det vore positivt om sådana ägare byts ut mot sådana som kan och vill stödja bolagets fortsatta utveckling. Därmed skulle de kunna ta del av ett värdeskapande som vi på grund av oklarheter i de nuvarande strategiska ambitionerna endast betraktar som en potentiell uppsida som vi än så länge inte räknar med.

### **Budgivaren kan göra Elos större genom ”drivfaktorer”?**

Budgivaren avslutar med: *”TA Associates anser att de med sin kunskap, sitt nätverk och sina resurser kan hjälpa till att bygga Elos Medtech till en avsevärt större verksamhet genom ett antal drivfaktorer för tillväxt, fokuserade kring att stödja fortsatta investeringar inom FoU och tillhandahålla fortsatt högkvalitativa tjänster till sina kunder”.*

Budgivaren anser sig kunna hjälpa till att bygga Elos genom ett antal ”drivfaktorer” för tillväxt. Det saknar betydelse för Elos aktieägare om budet skulle gå igenom så de blir av med sina aktier genom tvångsinlösen.

Däremot finns det en möjlighet att budet går igenom, men att de inte når upp till 90%. Då kan aktieägare som inte accepterat fortsätta vara aktieägare precis som tidigare. Då kan nuvarande aktieägare ta del av budgivarens förmåga att skapa värde.

Vår uppfattning är att andra än budgivaren kan skapa motsvarande värden för befintliga ägare genom att fortsätta driva bolaget framåt och fatta rätt strategiska beslut.

### **Attraktiv värdering för alla aktieägare?**

I det initiala pressmeddelandet uppgav den investeringsansvarige att: *”Vår uppfattning är att Erbjudandet innebär en attraktiv värdering för alla aktieägare och reflekterar såväl Elos Medtechs utmaningar som möjligheter fullt ut”.*

Vi delar definitivt inte den uppfattningen. Värderingen tar inte hänsyn till de positiva framtidsutsikterna för Elos som har en unik position på marknaden. Vi anser att aktien redan idag är värd mer än budnivån även utan de kraftfulla åtgärderna som vi (och uppenbarligen även budgivaren) anser vore värdeskapande.

# Alla tre affärsområden lyfter rejält nu

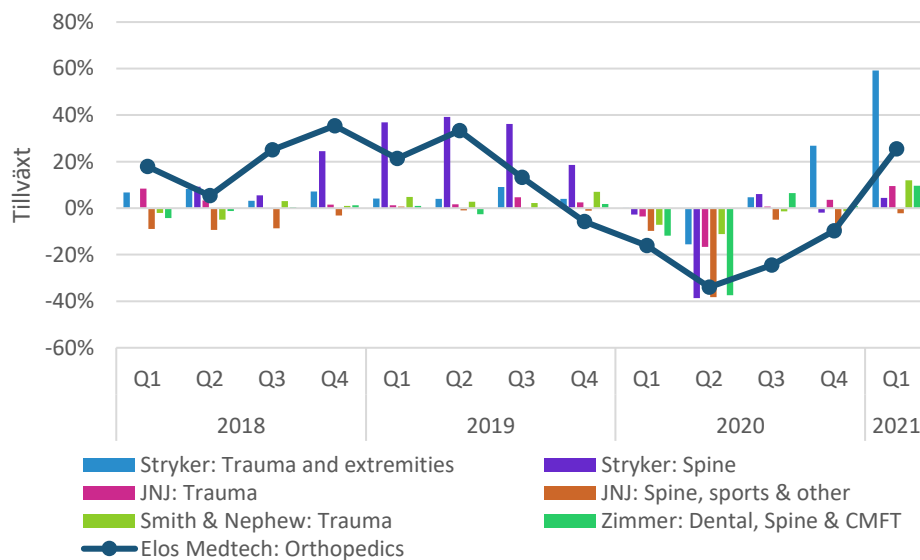
Det pågår en återhämtning på Elos marknader, men det finns även starka interna faktorer som talar för god tillväxt inom Elos alla tre affärsområden. Det gäller till exempel den kraftiga tillväxten av robotassisterad ortopedisk kirurgi inom Orthopedics, övergång till digital tandvård inom Dental och utökad produktionskapacitet inom Life Science.

## Elos marknader och dess kunder återhämtar sig

Vi har med stort intresse följt de globala bolagen inom ortopedi och dental under pandemin. De branscherna utgör två av Elos tre affärsområden och många av de bolagen är kunder till Elos. De har faktiskt varit mer transparenta än vanligt under pandemin, paradoxalt nog för att osäkerheten gjort att de drog tillbaka guidance och istället förmedlade mer detaljerade bilder av marknaderna. Återhämtningen pågår. Rent matematiskt blir det mycket stark tillväxt i Q2.

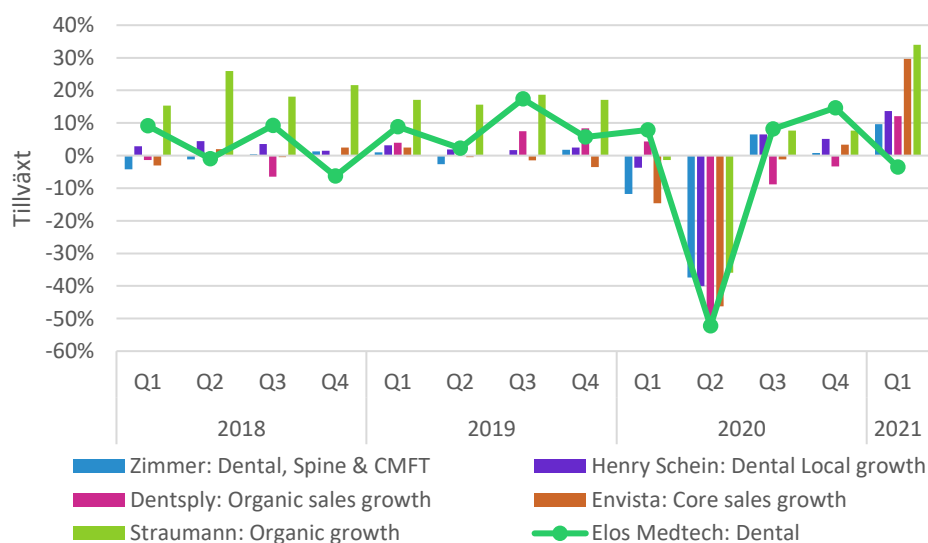
*Tillväxten kommer rent matematiskt bli mycket stark i Q2*

### Nedgång och återhämtning för Elos och de stora ortopedibolagen



Källa: Murgata och bolagsdata

### Nedgång och återhämtning för Elos och de stora dentalbolagen



Källa: Murgata och bolagsdata

## Affärsområde Orthopedics

Robotkirurgi är det intressantaste på ortopedi-marknaden...

...och Elos försäljning inom området väntas öka med SEK 100m under 2021E...

...men av flera anledningar är vi fortfarande mer försiktiga...

...trots att vi nu höjer våra prognoser.

De stora bolagen är entusiastiska för robotmarknaden och deras lanseringar, men av konkurrensskäl är de återhållsamma med siffror.

Kapitalvaror och förbrukningsvaror har olika dynamik

Vi tror att Elos adresserbara marknad inom robotkirurgi kommer bli 10x så stor inom ett antal år.

Elos Medtech tillverkar väl utvalda produkter för flera av de globalt ledande ortopedibolagen. Det intressantaste på marknaden är att robotassisterad ortopedisk kirurgi håller på att ta fart. Elos är en av de ledande leverantörer av till exempel borrh till flera tillverkares robotar.

Den 2 november 2020 meddelade Elos att styrelsen beviljat investeringar på SEK 170m i fabriken i Memphis under en treårsperiod för produkter relaterade till robotkirurgi. Bolaget förväntade sig en ökad årlig försäljning om cirka SEK 100m redan under 2021.

Försäljningen inom Affärsområde Ortopedi blev SEK 179.5m under 2020. Läger vi till ökningen på SEK 100m hamnar vi på SEK 279.5m bara för de här produkterna. Rimligen bör även övriga produkter kunna växa, men vi räknar med en viss kannibalisering när exempelvis borrh för "vanliga" ingrepp ersätts av borrh för robotar. Valutakurserna har rört sig i ogynnsam riktning sedan i november och vi tror att bolaget då tänkte mer i termer av USD än SEK.

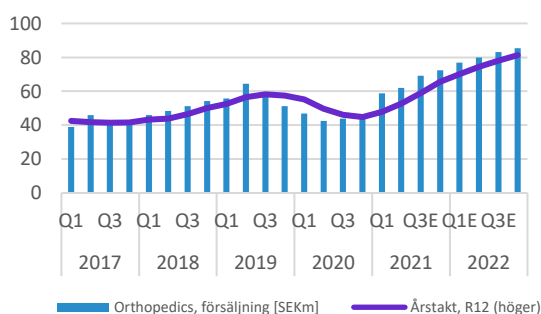
Försäljningen i Q1 överträffade våra estimat rejält och nu höjer vi våra prognoser. För 2021E ligger de på SEK 262.0m. Det är alltså SEK 82.5m högre än 2020 trots att bolaget alltså guidat för SEK 100m högre försäljning bara från robotkirurgi. Här finns definitivt en potential för höjning om den starka utvecklingen vi såg i Q1 fortsätter i Q2, men vi föredrar att vara försiktiga eftersom förskjutningar i tidplanen kan få stor inverkan på helårsförsäljningen.

Vi följer med stort intresse de stora bolagens entusiasm för de här robotarna som fortfarande befinner sig i en tidig lanseringsfas. Under det senaste året har FDA-godkänt olika indikationer för respektive robotar och ytterligare godkännanden kommer. Det kommer sätta fart på försäljningen av robotar. Ortopedibolagen särredovisar inte försäljningen (delvis av konkurrensskäl). Dessutom säljs en del direkt medan andra i praktiken hyrs ut. Antalet robotar hade således varit svårt att följa även om bolagen särredovisat försäljningen i USD.

Elos får dessutom betalt för produkter som används under ingreppen och det gör att antalet robotar inte är direkt översättbart till försäljningen av förbrukningsvaror. När marknaden mognar säljs inte många robotar, men däremot kommer förbrukningsvaror (exempelvis borrh) ha hög försäljning när robotarna används vid fullt kapacitetsutnyttjande.

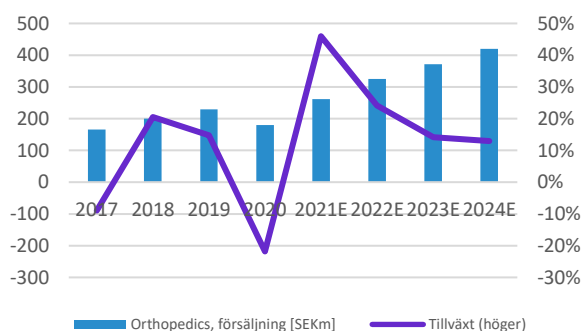
Trots den mycket tidiga marknadsfasen har Elos en betydande försäljning från produkter inom robotkirurgi. Vi tror att Elos adresserbara marknad enbart med bolagets nuvarande kunder och produktkategorier kommer bli betydligt mer än 10 gånger så stor inom ett antal år. Osäkerheten ligger snarare i hur många år det kommer ta än om det kommer ske. Vi inkluderar inte det i estimaten eftersom vi är osäkra på om bolaget kommer försvara sin starka position genom att genomföra de investeringar som krävs.

### Orthopedics: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

### Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

## Affärsområde Dental

*De flesta stora tandimplantatbolagen är kunder till Elos*

Inom affärsområdet Dental har Elos Medtech framför allt produkter som är relaterade till tandimplantat. Implantatet fixeras i det underliggande benet, vilket sedan byggs upp av olika delar som avslutas med den konstgjorda tanden. De flesta av de stora globala tandimplantatbolagen är kunder till Elos.

*Elos är välpositionerat inom digital tandvård*

Mycket talar för att pandemin kommer påskynda övergången till digital tandvård (med exempelvis 3D-scanning av munhålan) eftersom personalen haft tid att vidareutbilda sig, lärt sig mer om vilka möjligheter som finns och planerar för att modernisera verksamheten. Inom det området är Elos mycket välpositionerat.

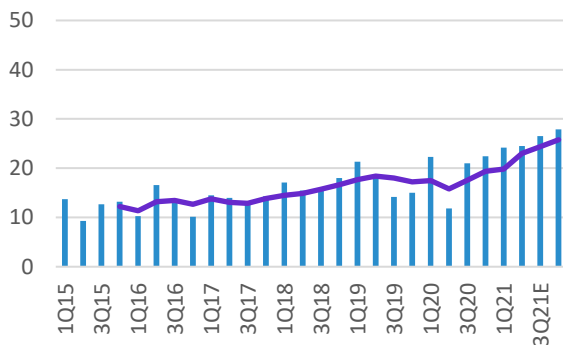
*Pandemin störde lanseringen i USA efter FDA-godkännandet. Det är en stor marknad, men eftersom framgången är svårbedömd är vi än så länge återhållsamma.*

Elos Medtech har fått FDA-godkännande av produkter som är anpassade för digital tandvård. Elos håller tillsammans med hjälp av partners på att lansera produkter i USA. Det krävs inte så hög marknadsandel för att försäljningen ska få en betydande inverkan på Elos försäljning inom Dental. Det är dock mycket svårt att bedöma hur framgångsrika de kommer bli. Det är en tuff marknad och pandemin har sänkt hela marknaden. Det har stört lanseringen och det innebär även att det blir särskilt svårt att baserat på det initiala mottagandet bedöma hur pass framgångsrika Elos kommer bli i USA. Våra estimat är därför försiktiga, men det vore inte alls konstigt om vi kommer få anledning att höja dem rejält framöver.

*Egna produkter växer och expanderar marginaler*

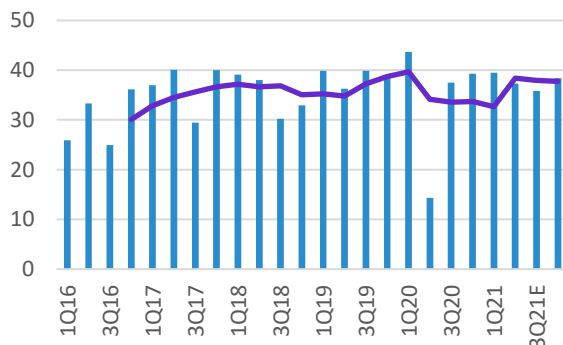
Inom Dental har Elos länge haft "egna produkter", vilket innebär att de säljs under eget varumärke och således inte kontraktstillverkas. Det här är en kategori som Elos satsar en hel del på och vi tror att den kommer ha en högre tillväxt än de kontraktstillverkade produkterna under de närmaste åren. Egna produkter har högre marginaler än kontraktstillverkade och det är en av flera drivkrafterna bakom vår prognos med fortsatt marginaexpansion.

### Dental: Egna produkter



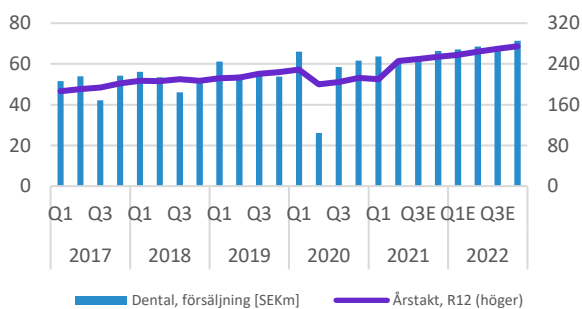
Källa: Murgata och bolagsdata

### Dental: Exklusive egna produkter



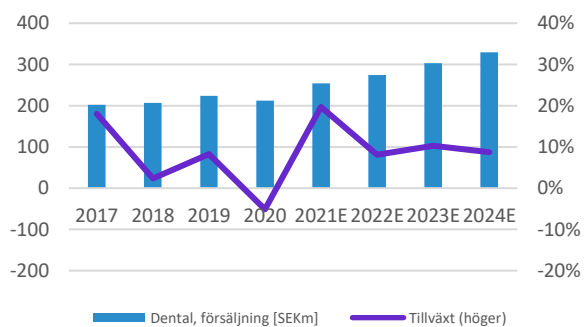
Källa: Murgata och bolagsdata

### Dental: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

### Dental: År



Källa: Murgata och bolagsdata



## Affärsområde Life Science

Affärsområdet Life Science består av olika produktkategorier som påverkats på olika sätt av pandemin.

*Fabriken i Skara byggs ut på grund av god efterfrågan på plastprodukter*

Fabriken i Skara är den enda i koncernen som tillverkar plastprodukter. Försäljningen inom det området utgör än så länge inte så stor andel av försäljningen, men det är en verksamhet bra marginaler och stor efterfrågan.

Under sommaren ska en tillbyggnad färdigställas som kommer vara renrumsklassad. Det underlättar för vissa befintliga produkter, samtidigt som det öppnar upp för nya produkter. Vi tror att produkterna som kräver tillverkning i renrum kommer ha högre marginaler än sådana som inte kräver det.

*Ökad efterfrågan på Getinges produkter och minskad på Vitrolifes produkter*

Elos tillverkar plastkomponenter som används av Getinge i deras ventilatorer och eftersom det varit en mycket stor efterfrågan på grund av pandemin har det lyft även Elos försäljning. Vitrolife som har produkter för IVF-behandling är också en av kunderna i Skara. Antalet IVF-behandlingar minskade kraftigt vid pandemins början, men är på väg att återhämta sig.

*Minskad diagnostik pga färre läkarbesök*

Diagnostik är ett område som påverkats negativt av att färre besöker läkare under pandemin. Elos säljer plastkomponenter som används vid diagnostik som inte är relaterat till covid-19 och efterfrågan på de produkterna har minskat.

*Diabetiker behöver ta sitt insulin även under pandemin*

Ett annat område är tillverkning av metallkomponenter till diabetespennor. Den tillverkningen sker i Kina och bortsett från en kortare nedstängning bedömer vi att efterfrågan hållit uppe väl. De som har diabetes har fortfarande ett lika stort behov av att ta insulin, även om det pågår en pandemi.

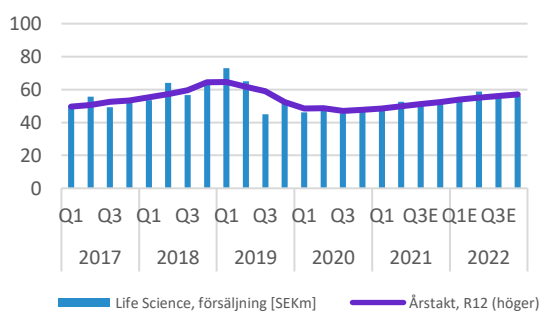
*Omstrukturering sänkte försäljningen från och med andra halvåret 2019...*

Nedgången under 2019 berodde på att Elos i samförstånd med en kund i Danmark valde att upphöra med tillverkningssteg som inte var relaterade till medtech. Det gav en positiv engångseffekt i Q1 2019 (lagerförsäljning till kunden) och nettoeffekten i Q2 kan ha varit positiv. Men från och med Q3 2019 var intäktsbortfallet påtagligt. Det innebär att nedgången under 2019 snarare har med en omstrukturering av verksamheten att göra.

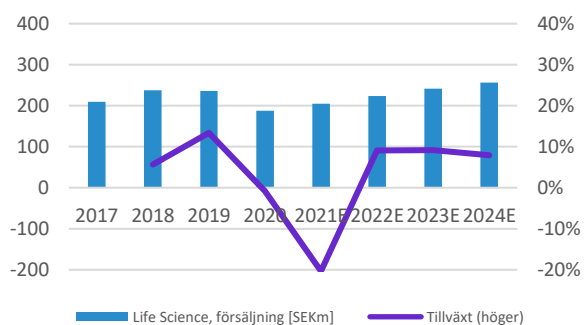
*...men det bör ha lyft marginalen för kvarvarande verksamhet.*

Lönsamheten var svag, så även om avyttringen medfört en lägre försäljning har det frigjort produktionsyta i Danmark (vilket minskat investeringsbehovet). Möjligen har den lägre försäljningen i kombination med ett svagt resultat inneburit att de rapporterade marginalerna är högre än de annars varit. Utan siffror på försäljning och resultat för de delarna är det dock svårt att bedöma vilken inverkan det kan tänkas ha för Elos som helhet, men det bör i alla fall ha en positiv inverkan på Elos marginal.

### Life Science: Kvartal



### Life Science: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

# Estimat

Här finns våra detaljerade estimat för försäljning och resultaträkning sammanfattade för såväl kvartal som år. I avsnitten om respektive affärsområde finns fler förklaringar till tankarna bakom och såväl längre historik och längre prognoser i grafisk form än utrymmet medger här.

## Försäljningsestimat

*Jämförelse med föregående år påverkas av pandemin*

Tittar vi på estimaten för Q2 och framåt bör man ha i åtanke att jämförelsetalen är mycket enkla på grund av pandemin. Det är därför svårt att relatera till tillväxt eftersom den är så pass hög. Valutakurserna är däremot ogynnsamma, så de extremt starka tillväxttalen är ännu starkare om man ser till den underliggande utvecklingen valutajusterat.

*Återhämtningen fortsätter och 2021 kommer inte heller bli "normalt".*

Samma sak blir det med estimaten för helåren. Pandemin drog ned försäljningen under 2020 och 2021 kommer inte heller vara normalt. Elos befinner sig dock, trots pandemin, i en expansiv fas inom många segment. Jämför vi CAGR 2019-2021E växer Orthopedics och Dental 6.8% respektive 6.6%, medan Life Science backar med 6.8% enligt våra estimat.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
Orthopedics	46.8	42.6	43.9	46.2	58.7	62.0	69.1	72.3
Dental	66.0	26.1	58.5	61.7	63.7	61.8	62.3	66.3
Life Science	46.1	49.5	45.5	46.9	48.8	52.6	51.3	52.4
<b>Totalt</b>	<b>158.9</b>	<b>118.2</b>	<b>147.9</b>	<b>154.8</b>	<b>171.2</b>	<b>176.3</b>	<b>182.7</b>	<b>190.9</b>
<b>Tillväxt</b>								
Orthopedics	-16.1%	-34.0%	-24.4%	-9.8%	25.4%	45.5%	57.4%	56.5%
Dental	7.8%	-52.3%	8.1%	14.7%	-3.5%	136.8%	6.5%	7.5%
Life Science	-36.8%	-23.7%	1.3%	-12.0%	5.9%	6.2%	12.8%	11.6%
<b>Totalt</b>	<b>-16.3%</b>	<b>-35.8%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>7.7%</b>	<b>49.2%</b>	<b>23.5%</b>	<b>23.3%</b>
<b>Tillväxt lokala valutor</b>	<b>-18.9%</b>	<b>-36.4%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>13.4%</b>	<b>58.5%</b>	<b>25.9%</b>	<b>24.4%</b>

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Försäljning per segment								
[SEKm]	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Orthopedics	166.0	200.0	229.6	179.5	262.0	325.3	371.5	419.7
Dental	202.0	206.7	223.8	212.3	254.1	274.7	302.9	329.2
Life Science	209.9	238.0	236.0	188.0	205.1	223.9	241.6	256.1
<b>Totalt</b>	<b>577.9</b>	<b>644.7</b>	<b>689.4</b>	<b>579.8</b>	<b>721.2</b>	<b>823.9</b>	<b>916.0</b>	<b>1,005.0</b>
<b>Tillväxt</b>								
Orthopedics	-8.9%	20.5%	14.8%	-21.8%	46.0%	24.1%	14.2%	13.0%
Dental	18.1%	2.3%	8.3%	-5.1%	19.7%	8.1%	10.3%	8.7%
Life Science	5.7%	13.4%	-0.8%	-20.3%	9.1%	9.2%	7.9%	6.0%
<b>Totalt</b>	<b>4.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>6.9%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>24.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.7%</b>
<b>Tillväxt lokala valutor</b>	<b>4.3%</b>	<b>8.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>-14.5%</b>	<b>29.0%</b>	<b>13.9%</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.7%</b>

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

## Resultaträkning

### Resultaträkning per kvartal

Resultatet har hållit upp värl med hjälp av statliga stöd, vilket i kombination med låg försäljning lyft de rapporterade marginalerna under Q2 och Q3 2020.

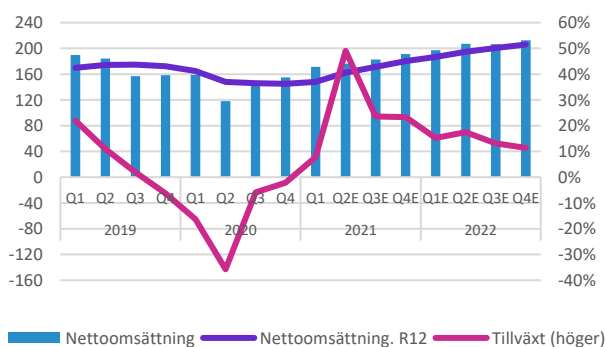
Elos hade en svag försäljningstillväxt redan i Q1 2020, även om en del berodde på att olönsam försäljning som inte var relaterad till medtech hade upphört. Försäljningsfallet blev brutalt i Q2, men det normalt säsongsmässigt svaga Q3 höll upp relativt väl.

I våra estimat inför Q2-rapporten har vi inkluderat SEK 3.0m i budrelaterade kostnader i övriga kostnader (kommer troligen ligga under Admin-kostnader i rapporten), även om storleken och när de bokförs är osäker. Tillväxten kommer bli mycket stark på grund av enkla jämförelsetal. Vi föredrar dock att blicka framåt på grund av det svårbedömda läget, men just därför kommer den här kvartalsrapporten bli särskilt intressant.

Resultaträkning								
[SEKm]	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
Nettoomsättning	158.9	118.3	147.9	154.8	171.2	176.3	182.7	190.9
Kostnad för sålda varor	-110.8	-78.3	-100.4	-102.6	-112.0	-116.0	-119.5	-124.0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>48.1</b>	<b>40.0</b>	<b>47.5</b>	<b>52.2</b>	<b>59.2</b>	<b>60.4</b>	<b>63.2</b>	<b>66.9</b>
Försäljningskostnader	-9.9	-5.1	-6.0	-7.8	-8.2	-9.9	-10.4	-10.9
Administrationskostnader	-22.1	-16.9	-20.1	-21.1	-21.2	-22.7	-23.6	-24.2
Utvecklingskostnader	-5.2	-2.8	-4.2	-3.3	-4.4	-4.8	-5.5	-5.7
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	-0.3	0.7	-1.1	-0.4	-3.4	-0.3	-0.3
<b>Rörelseresultat</b>	<b>11.9</b>	<b>14.9</b>	<b>17.9</b>	<b>18.9</b>	<b>25.0</b>	<b>19.6</b>	<b>23.4</b>	<b>25.8</b>
Finansiella intäkter	0.0	0.1	0.0	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-7.5	-3.3	-2.4	-2.1	-2.8	-0.6	-0.5	-0.5
Valutakursdifferenser	2.2	-2.6	-1.3	-3.5	0.0	2.1	1.9	1.7
<b>Resultat efter fin. poster</b>	<b>6.6</b>	<b>9.1</b>	<b>14.2</b>	<b>13.3</b>	<b>27.1</b>	<b>21.1</b>	<b>24.8</b>	<b>27.0</b>
Skatter	-1.2	-2.2	-1.6	-2.2	-7.1	-4.7	-5.5	-5.9
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>5.4</b>	<b>6.9</b>	<b>12.6</b>	<b>11.1</b>	<b>20.0</b>	<b>16.5</b>	<b>19.3</b>	<b>21.0</b>
EPS, rapporterad	0.67	0.86	1.56	1.38	2.48	2.04	2.40	2.61
EPS, justerad	0.67	0.86	1.56	1.38	2.48	2.04	2.40	2.61
Tillväxt, Nettoomsättning	-16.3%	-35.7%	-5.9%	-2.2%	7.7%	49.1%	23.5%	23.3%
Bruttomarginal	30.3%	33.8%	32.1%	33.7%	34.6%	34.2%	34.6%	35.0%
EBIT-marginal	7.5%	12.6%	12.1%	12.2%	14.6%	11.1%	12.8%	13.5%

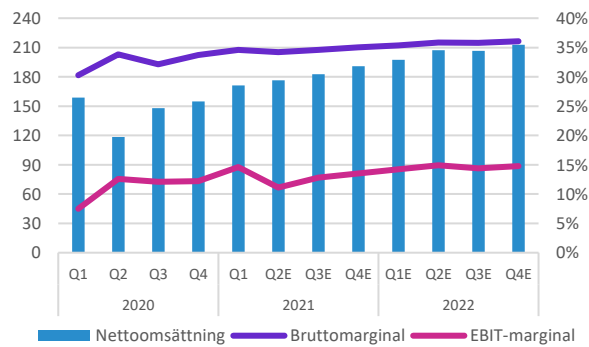
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

### Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

### Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

**Resultaträkning per år**

*Både 2020 eller 2021 har påverkats av pandemin*

Försäljningen backade med 15.9% under 2020 och vi räknar med 24.4% tillväxt 2021E. Med tanke på att vi fortfarande ser effekter av pandemin räknar vi inte med att helåret 2021 är helt återhämtat från pandemin. Däremot räknar vi med att tillväxt som är relaterad till nya marknader och nya produkter. Det kan mycket väl visa sig att återhämtning i kombination med annan tillväxt gör att våra förväntningar på 14.2% tillväxt 2022E kan visa sig vara alltför försiktiga, men det här är en dynamik som är svår att följa utan mer detaljerad redovisning.

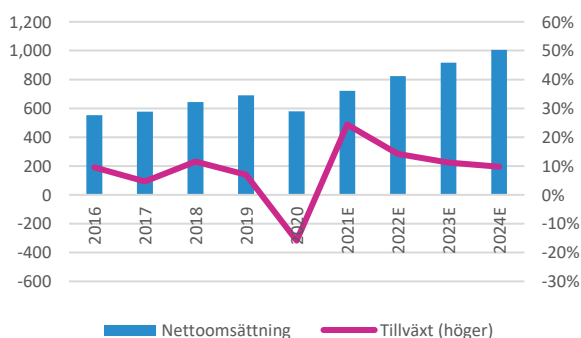
*Vi förväntar oss fortsatt expansion av bruttomarginalen*

Marginalförbättringarna drivs främst av expanderande bruttomarginal. Den har redan förbättrats och vi tror att skalfördelar, en högre andel egna produkter, större andel polymera produkter och alltmer avancerade produkter kommer fortsätta lyfta bruttomarginalen.

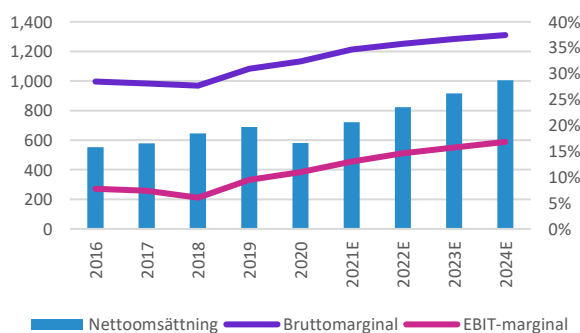
**Resultaträkning**

[SEKm]	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	577.9	644.7	689.4	579.9	721.2	823.9	916.0	1,005.0
Kostnad för sålda varor	-415.4	-466.3	-476.0	-392.1	-471.5	-529.1	-579.8	-628.7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>162.5</b>	<b>178.4</b>	<b>213.4</b>	<b>187.8</b>	<b>249.7</b>	<b>294.7</b>	<b>336.2</b>	<b>376.2</b>
Försäljningskostnader	-38.0	-40.2	-40.0	-28.8	-39.4	-47.4	-53.1	-58.5
Administrationskostnader	-68.0	-80.6	-93.3	-80.2	-91.8	-100.9	-108.5	-115.2
Utvecklingskostnader	-13.8	-19.3	-17.2	-15.5	-20.4	-25.3	-30.0	-33.1
Övriga rörelseint./kostn.	0.0	0.6	2.4	0.3	-4.4	-0.9	-0.6	-0.4
<b>Rörelseresultat</b>	<b>42.7</b>	<b>38.9</b>	<b>65.3</b>	<b>63.6</b>	<b>93.8</b>	<b>120.2</b>	<b>143.9</b>	<b>169.0</b>
Finansiella intäkter	0.2	0.1	0.1	0.1	4.9	0.0	0.0	0.3
Finansiella kostnader	-9.3	-11.0	-15.5	-15.3	-4.4	-1.8	-1.5	-7.5
Valutakursdifferenser	-7.2	0.5	0.7	-5.2	5.7	5.3	3.5	3.1
<b>Resultat efter fin. poster</b>	<b>26.4</b>	<b>28.5</b>	<b>50.6</b>	<b>43.2</b>	<b>100.0</b>	<b>123.7</b>	<b>145.9</b>	<b>164.9</b>
Skatter	-3.8	-7.6	-12.1	-7.2	-23.1	-27.2	-32.1	-36.3
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>22.6</b>	<b>20.9</b>	<b>38.5</b>	<b>36.0</b>	<b>76.9</b>	<b>96.5</b>	<b>113.8</b>	<b>128.6</b>
EPS, rapporterad	3.73	2.75	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11	15.94
EPS, justerad	3.73	2.75	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11	15.94
Tillväxt, Nettoomsättning	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	24.4%	14.2%	11.2%	9.7%
Bruttomarginal	28.1%	27.7%	31.0%	32.4%	34.6%	35.8%	36.7%	37.4%
EBIT-marginal	7.4%	6.0%	9.5%	11.0%	13.0%	14.6%	15.7%	16.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

**Omsättning och tillväxt per år**

Källa: Murgata och bolagsdata

**Omsättning och marginaler per år**

Källa: Murgata och bolagsdata

## Estimatrevideringar

Vi höjer försäljningssestimaten med ca 12% 2021-22E...

...och lyfter EBIT-marginalen med 1.5-2.0 procentenheter av flera skäl.

Vi höjer estimaten för Orthopedics på grund av den starka utvecklingen inom robotprodukter. Inom Dental pågår lanseringar och egna produkter utvecklas starkt. Vi höjer estimaten i närtid, men gör enbart små justeringar av estimaten för 2023E. Samtliga affärsområden påverkas negativt av valutakursförändringar, men det är bara Life Science som har en negativ nettoeffekt på grund av att de underliggande förändringarna är små.

Våra estimatförändringar leder till högre bruttomarginaler i estimaten. Det är en utveckling vi sett under flera kvartal och vi tror att den kommer fortsätta. Den beror dels på målinriktade effektiviseringar och dels av en mer fördelaktig produktmix.

### Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	262.0	325.3	371.5	251.9	314.0	355.9	4.0%	3.6%	4.4%
Dental	254.1	274.7	302.9	229.6	268.1	302.4	10.7%	2.5%	0.2%
Life Science	205.1	223.9	241.6	210.4	228.2	244.9	-2.5%	-1.9%	-1.4%
<b>Totalt</b>	<b>721.2</b>	<b>823.9</b>	<b>916.0</b>	<b>691.9</b>	<b>810.3</b>	<b>903.2</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>
<b>Tillväxt</b>							<b>Förändring (procentenh.)</b>		
Orthopedics	46.0%	24.1%	14.2%	40.3%	24.6%	13.3%	5.6%	-0.5%	0.9%
Dental	19.7%	8.1%	10.3%	8.1%	16.8%	12.8%	11.5%	-8.7%	-2.5%
Life Science	9.1%	9.2%	7.9%	11.9%	8.5%	7.3%	-2.8%	0.7%	0.6%
<b>Totalt</b>	<b>24.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-0.3%</b>

Källa: Murgata Equity Research

### Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Net sales	721.2	823.9	916.0	691.9	810.3	903.2	4.2%	1.7%	1.4%
Gross profit	249.7	294.7	336.2	218.9	268.2	306.3	14.1%	9.9%	9.8%
EBIT	93.8	120.2	143.9	70.7	97.9	117.6	32.7%	22.8%	22.4%
EBITA	99.1	125.8	150.0	75.9	103.5	123.6	30.5%	21.6%	21.3%
EBITDA	151.9	179.9	205.7	128.8	157.5	179.3	18.0%	14.2%	14.7%
PTP	100.0	123.7	145.9	63.3	91.9	112.7	58.1%	34.6%	29.5%
Net profit	76.9	96.5	113.8	49.3	71.7	87.9	55.8%	34.6%	29.5%
Net profit to shareholders	76.9	96.5	113.8	49.3	71.7	87.9	55.8%	34.6%	29.5%
EPS, adjusted	9.53	11.96	14.11	6.12	8.88	10.90	55.8%	34.6%	29.5%
							<b>Förändring (procentenh.)</b>		
Sales growth	24.4%	14.2%	11.2%	19.3%	17.1%	11.5%	5.1%	-2.9%	-0.3%
Gross margin, adj.	34.6%	35.8%	36.7%	31.6%	33.1%	33.9%	3.0%	2.7%	2.8%
EBIT margin, adj.	13.0%	14.6%	15.7%	10.2%	12.1%	13.0%	2.8%	2.5%	2.7%
EBITDA margin, adj.	21.1%	21.8%	22.5%	18.6%	19.4%	19.9%	2.5%	2.4%	2.6%

Källa: Murgata Equity Research

## Avvikelser i Q1-rapporten

Orthopedics slog våra förväntningar rejält i Q1. Det är ett område som bolaget guidat för kommer bli mycket starkt under 2021E, men styrkan kom tidigare än vi modellerat med. Det återstår att se hur resten av året blir.

*Bättre försäljning än väntat och EBIT helt i linjer med våra estimat*

Dental och Ortopedi avvek i olika riktningar, men i betydligt mindre omfattning än Orthopedics. I övrigt var det framför allt bruttomarginalen som överträffade våra förväntningar än en gång och nu när vi reviderar estimaten höjer vi framför allt bruttomarginalen.

Avvikelser: Försäljning per segment					
[SEKm]	1Q20	1Q21	Diff	Estimat	Diff
Orthopedics	46.8	58.7	11.9	54.1	4.6
Dental	66.0	63.7	-2.3	55.2	8.5
Life Science	46.1	48.8	2.7	51.9	-3.1
<b>Totalt</b>	<b>158.9</b>	<b>171.2</b>	<b>12.3</b>	<b>161.2</b>	<b>10.0</b>
<u>Tillväxt</u>					
Orthopedics	-16.1%	25.4%	41.6%	15.6%	9.8%
Dental	7.8%	-3.5%	-11.3%	-16.4%	12.9%
Life Science	-36.8%	5.9%	42.6%	12.6%	-6.7%
<b>Totalt</b>	<b>-16.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>24.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>6.3%</b>

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Avvikelser: Resultaträkning					
[SEKm]	1Q20	1Q21	Diff	Estimat	Diff
Nettoomsättning	158.9	171.2	12.3	161.2	10.0
Kostnad för sålda varor	-110.8	-112.0	-1.2	-111.9	-0.1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>48.1</b>	<b>59.2</b>	<b>11.1</b>	<b>49.3</b>	<b>9.9</b>
Försäljningskostnader	-9.9	-8.2	1.7	-8.9	0.7
Administrationskostnader	-22.1	-21.2	0.9	-21.9	0.7
Utvecklingskostnader	-5.2	-4.4	0.8	-4.5	0.1
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	-0.4	-1.4	0.2	-0.6
<b>Rörelseresultat</b>	<b>11.9</b>	<b>25.0</b>	<b>13.1</b>	<b>14.2</b>	<b>10.8</b>
Finansiella intäkter	0.0	4.9	4.9	0.0	4.9
Finansiella kostnader	-7.5	-2.8	4.7	-2.0	-0.8
Valutakursdifferenser	2.2	0.0	-2.2	0.0	0.0
<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>6.6</b>	<b>27.1</b>	<b>20.5</b>	<b>12.2</b>	<b>14.9</b>
Skatter	-1.2	-7.1	-5.9	-2.7	-4.4
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>5.4</b>	<b>20.0</b>	<b>14.6</b>	<b>9.5</b>	<b>10.5</b>
EPS, reported	0.67	2.48	1.81	1.18	1.30
EPS, adjusted	0.67	2.48	1.81	1.18	1.30
Tillväxt, Nettoomsättning	-16.3%	7.7%	24.1%	1.4%	6.3%
Bruttomarginal	30.3%	34.6%	4.3%	30.6%	4.0%
EBIT-marginal	7.5%	14.6%	7.1%	8.8%	5.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

# Värdering och aktie

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 250 (155) per aktie, vilket är i linje med vårt DCF-värde och understöds av historiska multiplar applicerade på våra estimat. Just nu påverkas aktien framför allt av den pågående budprocessen. Värderingen är viktig av två skäl. För det första anser vi, delvis på grund av värderingen, att budet är alltför lågt. För det andra kommer aktien, om den fortsätter att handlas på börsen, påverkas av fundamentala värden snarare än av budprocessen efter budet.

Motiverat värde: SEK 250  
DCF-värde: SEK 251

Historiska multiplar applicerade på 2023-estimatet implicerar ett aktievärde på SEK 243-263 idag

Bull case: SEK 377  
Bear case: SEK 160

Vi tillämpar ett avkastningskrav på 9.0% för Elos och kommer fram till ett DCF-värde på SEK 251 per aktie

Vi har använt oss av flera värderingsansatser för att bestämma vårt motiverade värde. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 251 i vårt grundscenario. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 250, vilket är nära vår DCF-värde och vår modell för diskonterade multiplar ligger också ungefär vid den nivån.

Vi applicerar Elos historiska multiplar för P/E och EV/EBIT på våra estimat under de närmaste åren och diskonterat värdena till vad det skulle motsvara för aktiekurs idag. De historiska genomsnitten applicerade på våra estimat för 2023E skulle motivera ett värde på SEK 243-263 per aktie idag. Det är således nära vårt motiverade värde (SEK 250) och DCF-värdet.

Vi har ett optimistiskt Bull case-scenario som indikerar ett värde på SEK 377 per aktie, medan vårt pessimistiska Bear case-scenario indikerar SEK 160 per aktie.

Just nu påverkas aktien främst av den pågående budprocessen där aktuellt bud är SEK 215.

## Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi räknar med en normaliserad riskfri ränta (2.8%) och en riskpremie på 5.5%. För Elos sätter vi riskkoefficienten (jämförbar med beta) till 1.0 och har ett sammanlagt tillägg på 1.5%.

Vi diskonterar kassaflöden under vår explicita prognosperiod som sträcker sig fram till 2040 plus terminalvärdet (2% tillväxt). Med en WACC på 9.0% blir DCF-värdet SEK 251 per aktie.

Med tanke på de låga marknadsräntorna och den låga inflationen överväger vi att sänka den riskfria räntan framöver, men vi behåller den oförändrad just nu. Lägre riskfri ränta sänker diskonteringsräntan (WACC). Det skulle i sådana fall ha en positiv inverkan på DCF-värdet.

### DCF sammanfattning

Cost of equity		Cost of debt		Weighted cost	
Risk-free interest rate	2.8%	Risk-free interest rate	2.8%		
Risk coefficient	1.0				
Equity risk premium	5.5%				
Extra premium (mcap)	1.0%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.5%	Equity ratio	89.8%
<b>re</b>	<b>9.8%</b>	<b>rd</b>	<b>3.3%</b>	<b>WACC</b>	<b>9.0%</b>

Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin
2021-2025	267	33	13.5%	23.8%
2026-2030	422	52	6.8%	26.3%
2031-2035	413	51	4.8%	26.8%
2035-2040	345	43	3.6%	27.3%
Terminal	840	104	2.0%	
<b>Total</b>	<b>2,288</b>	<b>284</b>		
Net debt	261	32		
<b>DCF value</b>	<b>2,027</b>	<b>251</b>		

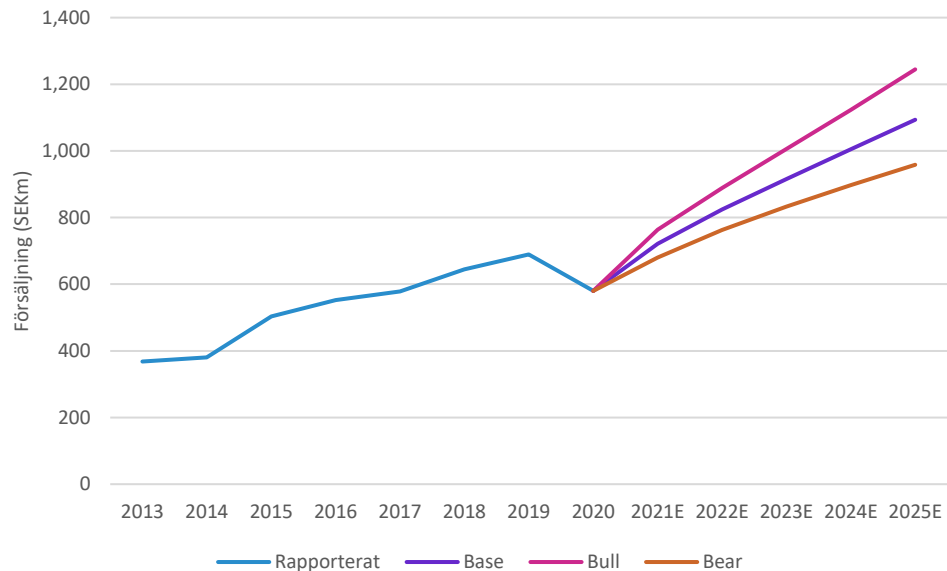
Källa: Murgata Equity Research

## Scenarier

Våra Bear- och Bull case representerar betydligt bättre respektive sämre utfall än vår prognos

I vårt optimistiska scenario (Bull case) räknar vi med 2% högre tillväxt än i vårt grundscenario (Base case). På motsvarande sätt bygger vårt pessimistiska scenario (Bear case) på 2% lägre tillväxt. I båda fallen används samma DCF-modell som i vårt Base case, vilket bland annat innebär att vi modellmässigt blickar ända fram till 2040E.

### Försäljningsantaganden per scenario: Base, Bull och Bear

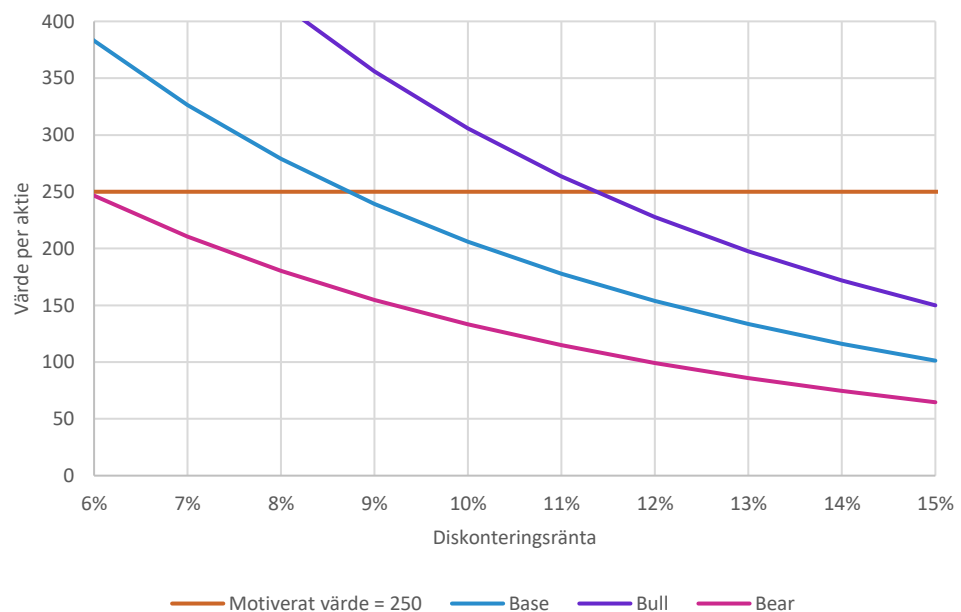


Källa: Murgata och bolagsdata

Vi ser en uppsida på 16% från budnivån på SEK 215 till vårt motiverade värde på SEK 250.

Vårt DCF-värde i grundscenariot är alltså SEK 251 per aktie. Vårt Bull case ger ett värde på SEK 377 per aktie och vårt Bear case pekar på SEK 160 per aktie. Aktiekursen är just nu påverkad av budet som för närvarande ligger på SEK 215 per aktie. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 250 (nära DCF-värdet) och ser således 16% uppsida från budnivån till vårt motiverade värde.

### DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



Källa: Murgata och bolagsdata

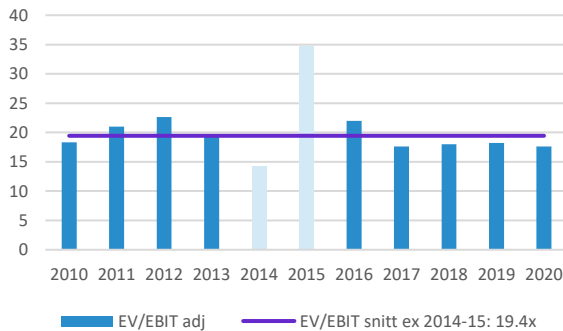


## Värdering jämfört med bolagets egen historik

2014 och 2015 har påverkats av avyttring respektive förvärv och exkluderas därför från beräkningen

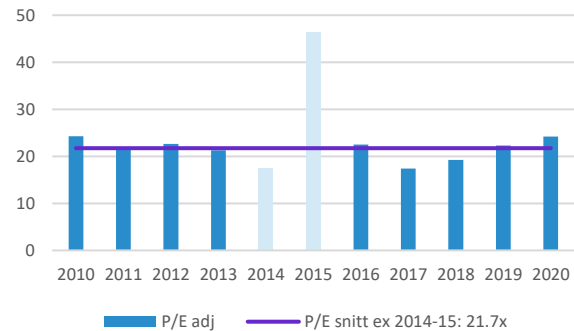
I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmått (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs) i slutet av året. Under 2014 avyttrades den sista stora delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser). I början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska bolaget Onyx Medical. Det påverkar multiplarna för 2014 och 2015 i olika riktningar och vi har därför exkluderat dem från de beräknade medelvärdena.

### Elos historiska EV/EBIT-multiplar



Källa: Murgata och bolagsdata

### Elos historiska P/E-tal



Källa: Murgata och bolagsdata

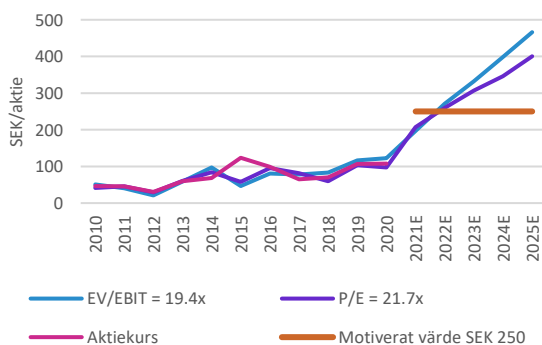
Genomsnittet för EV/EBIT (exklusive 2014-15) är 19.4x och för P/E är motsvarande genomsnitt 21.7x. I den vänstra grafen nedan har vi applicerat de genomsnittliga multiplarna från de båda graferna ovan på våra estimat för EBIT och vinst per aktie under de kommande åren. På det viset får vi fram hypotetiska aktiekurser för respektive år, vilket bygger på att aktien handlas till sitt historiska genomsnitt.

Historiska multiplar applicerade på våra 2023E-estimat skulle motivera aktiekurser på SEK 243-263 idag

Med tanke på att vi förväntar oss en så stark resultatförbättring kan man argumentera för att multiplarna borde vara högre än de historiska genomsnitten under den närmaste tiden. Det skulle i så fall innebära att aktiekursen snabbare når de hypotetiska aktiekurserna. Aktiemarknadens värderingsmultiplar som helhet har också kommit upp. Det finns inte så många direkt jämförbara bolag, men trenden om högre multiplar generellt är tydlig. Förklaringen är de låga räntorna som medfört allt lägre diskonteringsräntor. Man kan argumentera för att Elos borde handlas till högre multiplar än sina historiska genomsnitt.

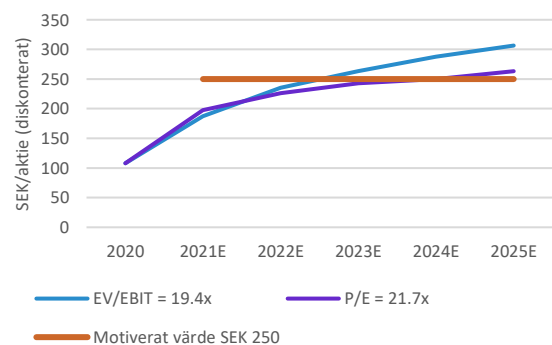
Fokuserar vi på 2023E i nedanstående grafer ser vi att den hypotetiska aktiekursen om man använder sig av EV/EBIT och P/E skulle vara SEK 332 respektive SEK 307. Diskonterat till nuvärde blir det SEK 263 respektive SEK 243, vilket är nära vårt motiverade värde på SEK 250.

### Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolagsdata

### Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

## Financial statements and valuation

Income statement												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Net sales	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	579.9	721.2	823.9	916.0	1,005.0
COGS	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-392.1	-471.5	-529.1	-579.8	-628.7
<b>Gross profit</b>	<b>95.2</b>	<b>107.7</b>	<b>136.1</b>	<b>157.0</b>	<b>162.5</b>	<b>178.4</b>	<b>213.4</b>	<b>187.8</b>	<b>249.7</b>	<b>294.7</b>	<b>336.2</b>	<b>376.2</b>
Other operating income	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.4	0.3	-4.4	-0.9	-0.6	-0.4
OPEX incl. Depr.+Amort.	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-140.1	-150.5	-124.5	-151.5	-173.6	-191.7	-206.9
<b>EBIT</b>	<b>27.2</b>	<b>33.1</b>	<b>30.5</b>	<b>42.7</b>	<b>42.7</b>	<b>38.9</b>	<b>65.3</b>	<b>63.6</b>	<b>93.8</b>	<b>120.2</b>	<b>143.9</b>	<b>169.0</b>
Interest income	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	4.9	0.0	0.0	0.3
Interest expenses	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-15.3	-4.4	-1.8	-1.5	-7.5
Other financial items	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	0.7	-5.2	5.7	5.3	3.5	3.1
<b>PTP</b>	<b>21.5</b>	<b>31.9</b>	<b>22.5</b>	<b>37.9</b>	<b>26.4</b>	<b>28.5</b>	<b>50.6</b>	<b>43.2</b>	<b>100.0</b>	<b>123.7</b>	<b>145.9</b>	<b>164.9</b>
Tax	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.2	-23.1	-27.2	-32.1	-36.3
<b>Net profit</b>	<b>16.9</b>	<b>23.4</b>	<b>16.1</b>	<b>26.5</b>	<b>22.6</b>	<b>20.9</b>	<b>38.5</b>	<b>36.0</b>	<b>76.9</b>	<b>96.5</b>	<b>113.8</b>	<b>128.6</b>
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net profit to shareh.</b>	<b>16.9</b>	<b>23.4</b>	<b>16.1</b>	<b>26.5</b>	<b>22.6</b>	<b>20.9</b>	<b>38.5</b>	<b>36.0</b>	<b>76.9</b>	<b>96.5</b>	<b>113.8</b>	<b>128.6</b>
EPS, reported	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11	15.94
EPS, fully diluted	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11	15.94
Dividend per share	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	0.00	1.80	3.80	4.80	5.60	6.40
<b>EBITDA</b>	<b>63.7</b>	<b>67.8</b>	<b>79.3</b>	<b>97.3</b>	<b>94.0</b>	<b>95.3</b>	<b>125.6</b>	<b>123.6</b>	<b>151.9</b>	<b>179.9</b>	<b>205.7</b>	<b>232.9</b>
Depreciation	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.8	-53.4	-52.9	-54.0	-55.7	-57.3
Amortization	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-12.9	-9.5	-6.7	-5.3	-5.6	-6.1	-6.7
<b>EBIT</b>	<b>27.2</b>	<b>33.1</b>	<b>30.5</b>	<b>42.7</b>	<b>42.7</b>	<b>38.9</b>	<b>65.3</b>	<b>63.6</b>	<b>93.8</b>	<b>120.2</b>	<b>143.9</b>	<b>169.0</b>
Capitalized dev.	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Murgata Equity Research and company data

Adjusted P&L												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Net sales	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	579.9	721.2	823.9	916.0	1,005.0
Gross profit	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	213.4	187.8	249.7	294.7	336.2	376.2
EBIT	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	63.6	93.8	120.2	143.9	169.0
EBITA	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	74.8	70.3	99.1	125.8	150.0	175.6
EBITDA	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	123.6	151.9	179.9	205.7	232.9
PTP	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	50.6	43.2	100.0	123.7	145.9	164.9
Net profit	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	36.0	76.9	96.5	113.8	128.6
Net profit to shareh.s	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	36.0	76.9	96.5	113.8	128.6
EPS, adjusted	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	4.46	9.53	11.96	14.11	15.94
Gross margin, adj.	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	32.4%	34.6%	35.8%	36.7%	37.4%
EBIT margin, adj.	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	11.0%	13.0%	14.6%	15.7%	16.8%
EBITDA margin, adj.	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	21.3%	21.1%	21.8%	22.5%	23.2%
Sales growth	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	24.4%	14.2%	11.2%	9.7%
EBIT adj. growth	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-2.6%	47.5%	28.1%	19.7%	17.4%
EBITDA adj. growth	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	25.9%	-1.6%	22.9%	18.4%	14.4%	13.2%
EPS adj. growth	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	31.0%	-6.5%	113.5%	25.5%	18.0%	13.0%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Non-current assets</b>												
Goodwill	42.8	45.1	234.9	253.8	235.1	253.6	262.1	234.9	234.9	234.9	234.9	234.9
Capitalised dev. costs	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	1.8	8.0	7.7	6.1	4.9	3.9	3.1
Intangible assets, other	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	23.0	13.2	11.2	13.2	15.4	17.6	19.8
Tangible fixed assets	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	444.1	412.2	459.4	473.3	486.7	499.8
Financial assets	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.0	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Deferred tax assets	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	2.4	1.7	0.9	2.1	2.6	3.1	3.4
<b>Total non-current assets</b>	<b>304.0</b>	<b>304.4</b>	<b>636.9</b>	<b>649.3</b>	<b>609.3</b>	<b>654.9</b>	<b>729.4</b>	<b>667.4</b>	<b>716.2</b>	<b>731.6</b>	<b>746.6</b>	<b>761.5</b>
<b>Current assets</b>												
Inventories	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	174.6	158.2	169.3	201.1	226.4	250.0
Accounts receivable	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	66.1	71.9	62.4	74.1	83.4	92.1
Current tax receivables	2.4	0.8	5.6	2.0	1.2	2.2	1.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Other curr. receivables	9.1	5.2	3.6	2.1	4.0	1.9	2.4	3.9	4.8	5.5	6.1	6.7
Prepaid exp., accr. inc.	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	5.8	9.1	11.4	13.0	14.4	15.8
Cash and equivalents	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	88.5	92.0	108.9	141.3	159.6
<b>Total current assets</b>	<b>226.4</b>	<b>303.2</b>	<b>244.7</b>	<b>238.3</b>	<b>238.2</b>	<b>302.4</b>	<b>305.5</b>	<b>334.7</b>	<b>343.0</b>	<b>405.7</b>	<b>474.8</b>	<b>527.4</b>
<b>Total assets</b>	<b>530.4</b>	<b>607.7</b>	<b>881.6</b>	<b>887.7</b>	<b>847.5</b>	<b>957.3</b>	<b>1,034.8</b>	<b>1,002.0</b>	<b>1,059.2</b>	<b>1,137.3</b>	<b>1,221.4</b>	<b>1,288.9</b>
Shareholders equity	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	540.3	599.7	661.6	732.6	811.6
Non-controlling interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total equity</b>	<b>232.9</b>	<b>338.6</b>	<b>330.6</b>	<b>366.8</b>	<b>369.0</b>	<b>508.5</b>	<b>539.9</b>	<b>540.3</b>	<b>599.7</b>	<b>661.6</b>	<b>732.6</b>	<b>811.6</b>
<b>Non-current liabilities</b>												
Long-t. interest-b. liab.	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	272.2	222.1	220.7	217.6	214.2	190.9
Deferred tax liabilities	25.4	21.2	22.8	30.1	30.8	27.3	25.5	19.7	20.7	21.7	22.8	24.0
Pension provisions	33.2	26.3	28.0	28.8	36.9	44.7	59.0	63.5	66.7	70.0		
Other long-term liab.	0.1	0.0	39.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total non-current liab.</b>	<b>167.2</b>	<b>162.7</b>	<b>331.2</b>	<b>282.2</b>	<b>273.5</b>	<b>294.1</b>	<b>356.7</b>	<b>305.3</b>	<b>308.1</b>	<b>309.3</b>	<b>310.6</b>	<b>292.1</b>
<b>Current liabilities</b>												
Short-t. interest-b. liab.	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	55.5	51.3	44.1	43.5	42.8	38.2
Accounts payable	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	21.8	35.5	36.4	43.2	48.7	53.7
Advances from cust.	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accrued exp., prep. inc.	33.3	31.3	33.2	38.7	37.9	44.4	47.3	45.2	46.4	55.1	62.0	68.5
Current tax liabilities	6.8	3.8	0.0	0.8	2.7	0.4	2.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
Other current liabilities	7.0	7.6	81.8	50.5	7.5	6.6	10.8	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5
<b>Total current liabilities</b>	<b>130.4</b>	<b>106.4</b>	<b>219.8</b>	<b>238.6</b>	<b>205.1</b>	<b>154.7</b>	<b>138.2</b>	<b>156.4</b>	<b>151.4</b>	<b>166.4</b>	<b>178.2</b>	<b>185.2</b>
<b>Total equity and liab.</b>	<b>530.4</b>	<b>607.7</b>	<b>881.6</b>	<b>887.7</b>	<b>847.5</b>	<b>957.3</b>	<b>1,034.8</b>	<b>1,002.0</b>	<b>1,059.2</b>	<b>1,137.3</b>	<b>1,221.4</b>	<b>1,288.9</b>

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet metrics												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Net IB debt	173	58	312	342	359	287	331	248	240	152	116	69
Net debt/Equity	74%	17%	94%	93%	97%	57%	61%	46%	40%	23%	16%	9%
Net debt/EBITDA adj.	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.6	2.0	1.6	0.8	0.6	0.3
Net working capital	127	113	67	90	149	168	168	141	144	174	198	221
NWC/Net sales	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	24.3%	24.3%	19.9%	21.1%	21.6%	22.0%
Invested capital	426	412	700	734	751	821	895	807	857	902	941	978
Capital employed	460	540	741	774	761	870	950	896	950	1,012	1,083	1,138
ROE	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.3%	6.7%	13.5%	15.3%	16.3%	16.7%
ROIC	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.3%	6.2%	8.5%	10.6%	12.1%	13.8%
ROCE	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.2%	6.9%	10.2%	12.3%	13.7%	15.2%
ROA	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	3.9%	3.5%	7.5%	8.8%	9.7%	10.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow statement												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	123.6	151.9	179.9	205.7	232.9
Financial items	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-20.4	6.2	3.5	2.0	-4.1
Taxes paid	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-10.6	-23.1	-27.2	-32.1	-36.3
Other	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>CF from op. bef. ch in wc</b>	<b>58.7</b>	<b>61.4</b>	<b>62.4</b>	<b>91.1</b>	<b>82.5</b>	<b>75.9</b>	<b>103.6</b>	<b>104.0</b>	<b>135.0</b>	<b>156.2</b>	<b>175.6</b>	<b>192.5</b>
Change in WC	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	21.6	-2.7	-30.1	-24.3	-22.6
<b>CF from operating activities</b>	<b>71.6</b>	<b>55.3</b>	<b>61.6</b>	<b>98.3</b>	<b>62.1</b>	<b>66.0</b>	<b>102.4</b>	<b>125.6</b>	<b>132.3</b>	<b>126.0</b>	<b>151.4</b>	<b>169.9</b>
Acquisitions/Divestments	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-12.2	-23.7	-46.1	-29.3	-37.6	-79.9	-97.1	-56.0	-105.8	-74.6	-76.3	-78.4
<b>CF from investments</b>	<b>-12.2</b>	<b>-23.7</b>	<b>-206.6</b>	<b>-29.4</b>	<b>-37.6</b>	<b>-79.9</b>	<b>-97.3</b>	<b>-56.3</b>	<b>-105.8</b>	<b>-74.6</b>	<b>-76.3</b>	<b>-78.4</b>
Ch. in interest-bearing debt	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-31.3	-8.5	-3.8	-4.0	-27.9
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	0.0	-14.5	-30.7	-38.7	-45.2
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>CF from financial activities</b>	<b>-40.0</b>	<b>-53.1</b>	<b>57.8</b>	<b>-71.8</b>	<b>-53.3</b>	<b>53.1</b>	<b>0.9</b>	<b>-31.3</b>	<b>-23.0</b>	<b>-34.5</b>	<b>-42.7</b>	<b>-73.1</b>
CF adj. (divestment etc)	8.1	120.1	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash flow for the period</b>	<b>27.5</b>	<b>98.6</b>	<b>-85.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-28.8</b>	<b>39.3</b>	<b>6.0</b>	<b>38.0</b>	<b>3.5</b>	<b>17.0</b>	<b>32.3</b>	<b>18.4</b>
Cash and eq. at period's start	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	88.5	92.0	108.9	141.3
Exch. diff. for cash and eq.	-19.8	-4.2	0.8	0.9	-0.1	0.1	0.2	-4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash and eq. at period's end</b>	<b>31.2</b>	<b>125.5</b>	<b>40.5</b>	<b>38.5</b>	<b>9.6</b>	<b>49.0</b>	<b>55.2</b>	<b>88.5</b>	<b>92.0</b>	<b>108.9</b>	<b>141.3</b>	<b>159.6</b>

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow for analysis												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	123.6	151.9	179.9	205.7	232.9
Taxes: Operational	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-10.6	-23.1	-27.2	-32.1	-36.3
Change in WC	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	21.6	-2.7	-30.1	-24.3	-22.6
CAPEX	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-89.3	-54.5	-105.8	-74.6	-76.3	-78.4
Other	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Underlying FCFF</b>	<b>52.6</b>	<b>15.4</b>	<b>-6.2</b>	<b>68.5</b>	<b>40.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>27.8</b>	<b>91.4</b>	<b>20.4</b>	<b>48.0</b>	<b>73.0</b>	<b>95.6</b>
Financial items	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-20.4	6.2	3.5	2.0	-4.1
Taxes: Financial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Underlying FCFE</b>	<b>42.5</b>	<b>5.4</b>	<b>-17.0</b>	<b>63.7</b>	<b>24.4</b>	<b>-16.2</b>	<b>13.1</b>	<b>71.0</b>	<b>26.6</b>	<b>51.4</b>	<b>75.0</b>	<b>91.5</b>
Acquisitions/Divestments	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Ch. in interest-bearing debt	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-31.3	-8.5	-3.8	-4.0	-27.9
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	0.0	-14.5	-30.7	-38.7	-45.2
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	20.7	137.4	30.9	5.2	0.0	2.3	-7.8	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total cash flow</b>	<b>27.5</b>	<b>98.6</b>	<b>-85.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-28.8</b>	<b>39.3</b>	<b>6.0</b>	<b>38.0</b>	<b>3.5</b>	<b>17.0</b>	<b>32.3</b>	<b>18.4</b>

Source: Murgata Equity Research and company data

Valuation data												
[SEKm]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<u>Shares</u>												
End of period, bef. dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
End of period, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, before dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
<u>Enterprise value</u>												
Share price, end of period	59.50	68.00	123.50	98.50	65.00	70.00	106.50	108.00	218.00	218.00	218.00	218.00
Shares for valuation	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
<b>Market cap</b>	<b>360</b>	<b>411</b>	<b>747</b>	<b>596</b>	<b>393</b>	<b>565</b>	<b>859</b>	<b>871</b>	<b>1759</b>	<b>1759</b>	<b>1759</b>	<b>1759</b>
Net IB debt	173	58	312	342	359	287	331	248	240	152	116	69
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EV</b>	<b>533</b>	<b>469</b>	<b>1059</b>	<b>938</b>	<b>752</b>	<b>852</b>	<b>1191</b>	<b>1120</b>	<b>1998</b>	<b>1911</b>	<b>1875</b>	<b>1828</b>
<u>Valuation</u>												
P/S	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.2	1.5	2.4	2.1	1.9	1.8
P/E adj	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.3	24.2	22.9	18.2	15.5	13.7
P/BV	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.6	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/S	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.7	1.9	2.8	2.3	2.0	1.8
EV/EBIT adj	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.2	17.6	21.3	15.9	13.0	10.8
EV/EBITA adj	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	15.9	15.9	20.2	15.2	12.5	10.4
EV/EBITDA adj	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.5	9.1	13.2	10.6	9.1	7.9
FCFE yield	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	1.5%	8.2%	1.5%	2.9%	4.3%	5.2%
Dividend yield	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	0.0%	1.7%	1.7%	2.2%	2.6%	2.9%
Payout ratio	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	0.0%	40.3%	39.9%	40.1%	39.7%	40.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

# Viktig information/Disclaimer

Murgata Equity Research AB ("Murgata", org. nr. 559084-0905) strävar efter att hjälpa investerare och andra intresserade att förstå bolag inom hälsovårdssektorn samt att hjälpa dessa bolag att förstå aktiemarknaden.

Murgata fokuserar huvudsakligen på aktieanalys och bedriver ingen verksamhet inom corporate finance, investeringsrådgivning till kunder, handel/förmedling av finansiella instrument och annan tillståndspliktig verksamhet. Därmed står inte Murgatas verksamhet under Finansinspektionens tillsyn.

## MiFID II

Murgata strävar efter att uppfylla kriterierna för "mindre icke-monetär förmån" enligt definitionerna som tillämpas i MiFID II. Murgatas huvudsakliga affärsmodell är sponsrad aktieanalys, vilket innebär att Murgata genom kontrakt är knuten till och betald av emittenten för att ta fram sådant material på löpande basis. Murgata försöker inte ens få betalt från investerare för aktieanalyser. Aktieanalyser offentliggörs samtidigt till hela marknaden och är öppet tillgängliga utan kostnad på sajten Murgata.se och eventuellt genom andra kanaler.

## Potentiella intressekonflikter

Det här dokumentet är en aktieanalys som är sponsrad av det bevakade Bolaget och Murgata har erhållit eller kommer erhålla ersättning från Bolaget. Ersättningen är avtalad på förhand och inte beroende av innehållet i analysen.

Läsaren kan betrakta dokumentet som marknadsföringsmaterial, men Bolaget har inte förhandsgranskat analysen. Som en del av analysarbetet kan deskriptiva delar av materialet ha tillhandahållits Bolaget för att verifiera fakta. Bolaget har inte informerats om, eller getts möjlighet att påverka, Murgatas prognoser, värdering eller åsikter om aktien innan publicering. Analysen återspeglar analytikerns personliga åsikter.

Murgata samt Murgatas anställda, medarbetare och respektive närstående personer äger inte och får inte äga aktier i Bolaget. Ersättning till analytiker är delvis beroende av Murgatas finansiella resultat som i sin tur är beroende av intäkter från kunder (bolag).

Murgata bedriver inte verksamhet inom corporate finance, är inte certified adviser, handlar inte med aktier eller andra finansiella instrument för egen eller annans räkning och är inte likviditetsgarant.

## Ansvarsbegränsning

Aktieanalysen är baserad på ett stort antal faktorer varav en del är objektiva och andra subjektiva. En del av dessa härrör till händelser som har inträffat och en del är relaterade till förväntade händelser. Murgata strävar efter att använda tillförlitliga källor och uppgifter, men kan inte garantera riktigheten eller fullständigheten i dessa.

Murgatas prognoser, värdering, åsikter om Bolagets aktie och andra bedömningar är osäkra och kan förändras. Analysen avser att spegla situationen vid publiceringstidpunkten. Murgata förbinder sig inte att publicera en ny analys när förhållanden förändras.

Aktieanalysen är framtagen i informationssyfte och är inte avsedd att vara rådgivande. Den utgör inte heller en uppmaning, rekommendation eller ett erbjudande. Murgata ger inga rekommendationer (exempelvis köp/sälj/behåll). Analysen är inte avsedd att utgöra underlag för investeringsrådgivning och tar inte hänsyn till enskilda investerares ekonomiska kunskaper, förhållanden och preferenser. Investerare som tar del av analysen uppmanas ta del av ytterligare material och konsultera en professionell finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Historisk utveckling utgör ingen garanti för eller indikation på framtida utveckling eller avkastning. Murgata frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada som grundar sig på användandet av dokumentet.

## Upphovsrätt och spridning

Dokumentet skyddas av upphovsrätt. Murgata är innehavare av och förbehåller sig samtliga rättigheter till informationen som tillhandahålls i dokumentet. Dokumentet får inte laddas ned av eller spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. Det är inte tillåtet att sprida innehållet (helt eller delvis) till tredje part utan skriftligt medgivande från Murgata. Det är dock tillåtet att länka till innehåll på webbplatsen murgata.se.

Tidpunkten för analysens färdigställande framgår av analysens framsida.