

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 275

Bra rapport och en ny huvudägare gör sig redo

Aktiekurs: SEK 213

TA Associates blir ny huvudägare efter budet. Övriga ägare har drygt 20% av aktierna och aktien blir kvar på börsen. Vi välkomnar den nye ägaren som vi tror kommer skapa betydande värden för samtliga ägare. Q2-rapporten slog våra förväntningar och vi höjer vårt motiverade värde till SEK 275 (250).

TA Associates tar kommandot och påbörjar värdeskapandet

Samma morgon som Elos Medtech släppte Q2-rapporten meddelade budgivaren utfallet av budet. De äger aktier 79.5% av aktierna och har 65.0% av rösterna. Därmed kan de inte tvångsinlösa minoriteten och aktien blir kvar på börsen. Fredagen den 13 augusti väntas en ny styrelse tillsättas med tre nya styrelseledamöter. Ordförande och en ledamot får sitta kvar.

Estimaten justeras upp efter en bra Q2-rapport

Dental kom in över våra estimat och kompenserade för något lägre försäljning jämfört med våra förväntningar inom de andra två affärsområdena. Återigen var bruttomarginalen ännu bättre än vi vågat hoppas på. Jämförelsekvartalet var svagt, men även den sekventiella utvecklingen förbättras. Estimatförändringarna speglar avvikelserna.

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 275 (250)

Höjningen av motiverade värdet drivs av uppjusterade estimat och understöds av såväl DCF som multipelapproacher. Trots att budprocessen är avklarad handlas aktien nära budnivån. Vi ser 29% uppsida utan hänsyn tagen till den nya ägarens kommande initiativ, men tror att fler kommer vilja ta del av resultatet genererat av private equity-ägarens värdeskapande.

Key figures (SEK)

Year end: December	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales	689	580	737	848	942
EBIT	65	64	103	135	161
EBITDA	126	124	161	195	223
PTP	51	43	98	130	156
EPS adj	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24
DPS	0.00	1.80	3.80	5.10	6.10
Sales growth	6.9%	-15.9%	27.1%	15.1%	11.0%
EBIT margin	9.5%	11.0%	13.9%	15.9%	17.1%
EBITDA margin	18.2%	21.3%	21.8%	22.9%	23.6%
EPS adj. growth	31.0%	-6.5%	113.3%	33.5%	20.0%
Net debt	331	248	242	152	110
Net debt/Equity	61%	46%	40%	23%	15%
Net debt/EBITDA	2.6	2.0	1.5	0.8	0.5
EV/S	1.7	1.9	2.7	2.2	1.9
EV/EBIT	18.2	17.6	19.1	13.9	11.4
EV/EBITDA	9.5	9.1	12.2	9.6	8.2
P/E adj.	22.3	24.2	22.4	16.8	14.0
P/BV	1.6	1.6	2.9	2.6	2.3
Dividend yield	0.0%	1.7%	1.8%	2.4%	2.9%
FCFE-yield	1.5%	8.2%	1.4%	3.2%	4.8%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	1,718
Net debt (SEKm)	261
EV (SEKm)	1,979

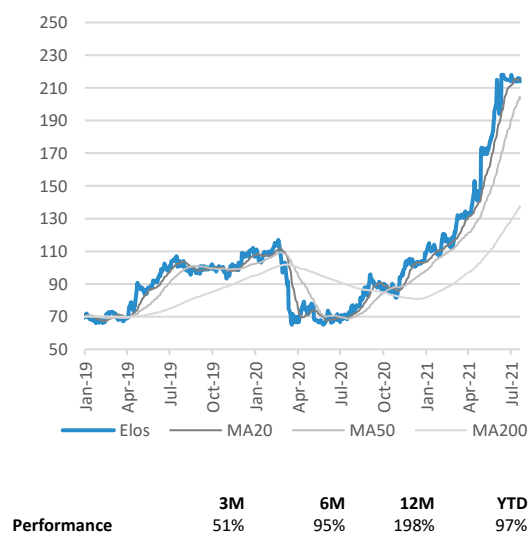
Free float	20%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSSB SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO	Jan Wahlström
CFO	Ewa Linsäter
Chairman	Yvonne Mårtensson

Homepage	elosmedtech.com
Next report	20 October 2021

Estimate revisions

(%)	2021E	2022E	2023E
Net sales	2.2%	3.0%	2.8%
EBIT	9.3%	12.2%	11.7%
EBITDA	8.8%	11.7%	11.3%
EPS adj.	-0.1%	6.2%	8.0%



Sponsrad aktieanalys. Läs mer om ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter i slutet av det här dokumentet.

Investment case

Elos släppte en bra Q2-rapport som överträffade våra förväntningar. Vi justerar upp försäljningsestimaten med 2-3% och EPS med 6-8% för 2022-23E. Därmed höjer vi vårt motiverade värde till SEK 275 (250), vilket motsvarar 29% uppsida från dagens nivå. Trots att budprocessen avslutats håller sig aktien fortfarande kring budnivån som vi ansåg var för låg. Vi är entusiastiska till den nye private equity-ägarens möjligheter att skapa värde för samtliga aktieägare.

Försäljningen växer kraftigt och marginalerna expanderar

Bra Q2-rapport och inom alla tre affärsområden förväntar vi oss...

Vi höjer våra estimat efter ytterligare en stark rapport. Pandemin drabbade Elos olika affärsområden i olika utsträckning, men nu återhämtar sig samtliga affärsområden samtidigt som det finns anledning att förvänta sig en stark underliggande utveckling inom alla tre affärsområden även efter pandemin.

...stark utveckling pga återhämtning efter pandemin och specifika faktorer...

Inom Orthopedics är robotkirurgi den främsta drivkraften och Elos har investerat för att kunna möta den stora efterfrågan. Vi tror att det finns potential för bolaget att investera ytterligare för att kunna växa med den här marknaden som ser ut att ta fart nu. Dental drabbades hårt under pandemin, men vi förväntar oss att de pågående lanseringarna och expansionerna på nya marknader kommer vara viktiga drivkrafter under åtskilliga år. I Skara expanderar polymerverksamheten och produktionen inleds i Q3.

...som vi tror kommer bidra till att den imponerande marginalexpansionen fortsätter.

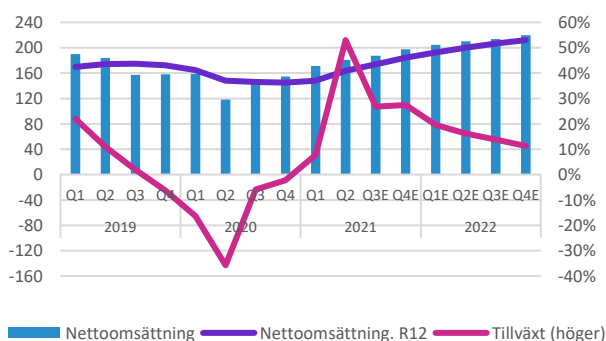
Sammantaget sänkte pandemin 2020 och helåret 2021 kommer inte heller bli normalt eftersom återhämtningen fortfarande pågår. Trots detta ser vi en tydlig marginalexpansion av framför allt bruttomarginalen på grund av större andel egna produkter, bättre produktmix i övrigt och en operationell hävstång på grund av den relativt höga andelen fasta kostnader.

Resultaträkning i sammanfattning

[SEKm]	2017	2018	2019	2020E	2021E	2021E	2021E
Försäljning	577.9	644.7	689.4	579.9	737.1	848.2	941.8
EBIT	42.7	47.4	65.3	63.6	102.6	134.9	160.7
EBITDA	94.0	99.7	125.6	123.6	160.7	194.6	222.6
EPS	3.73	3.64	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24
Bruttomarginal	28.1%	28.1%	31.0%	32.4%	35.8%	37.0%	37.9%
EBIT-marginal	7.4%	7.4%	9.5%	11.0%	13.9%	15.9%	17.1%
EBITDA-marginal	16.3%	15.5%	18.2%	21.3%	21.8%	22.9%	23.6%
Försäljningstillväxt	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	27.1%	15.1%	11.0%
EBIT-tillväxt	0.0%	11.0%	37.8%	-2.6%	61.3%	31.5%	19.1%

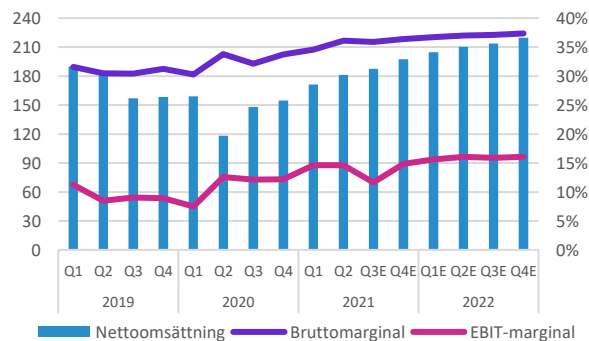
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Nettoomsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Nettoomsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Bolagets utveckling, aktiekurs och vårt motiverade värde

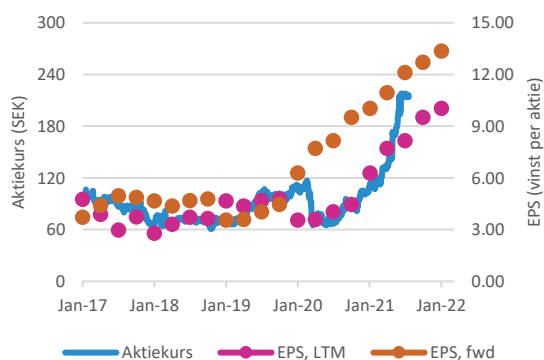
Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 275 (250)

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 275 (250) 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.

Resultatlyftet har även höjt aktiekursen

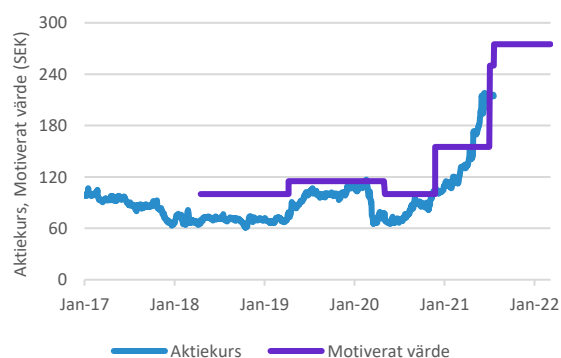
I den vänstra figuren visas aktiekursen och vinsten per aktie (EPS) beräknad som de fyra senast rapporterade kvartalen (LTM = Last Twelve Months) respektive de kommande fyra kvartalens resultat/estimat (fwd = forward). Skalorna är anpassade till P/E 20x.

Aktiekurs och vinst per aktie (EPS LTM, fwd)



Källa: Murgata och bolagsdata

Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Murgata och bolagsdata

Vårt motiverade värde i förhållande till aktiekursen

I den högra figuren ovan visas aktiekursen och vårt motiverade värde. Vi inledde bevakning av Elos Medtech med ett motiverat värde på SEK 100 när aktien stod i SEK 70.40 (42% uppsida). 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 att robotkirurgi började ta fart. Detta syntes tydligt i bolagets rapporterade siffor (LTM) och i våra estimat. Av samma anledning plus återhämtning och viktiga drivkrafter inom alla tre affärsområdena höjde vi motiverade värdet till SEK 250. I förra veckan rapporterade Elos resultatet från Q2 2021 som överträffade våra förväntningar och nu justerar vi upp motiverade värdet drivet av estimatförändringar.

Aktien kvar på börsen efter budet

Ägare till drygt 20% av aktierna tyckte liksom vi att budet var för lågt...

TA Associates lade ett bud på SEK 215 på Elos. Vi ansåg att budet var för lågt och till skillnad från Elos styrelse ansåg vi att aktieägarna inte skulle acceptera budet. Efter den första acceptperioden hade ägare till 73.1% accepterat budet och efter den andra och sista acceptperioden kontrollerade budgivaren 79.5% av aktierna.

...och aktien fortsätter handlas som tidigare...

Eftersom de inte kan påkalla tvångsinlösen (färre än 90%) kommer aktien fortsätta att vara noterad precis som tidigare. Likviditeten i Elos aktie har varit tunn och institutionella ägare och långsiktiga ägare har till stor del handlat aktien utanför marknaden (blockaffärer) Dessutom är inte A-aktierna noterade, så de har inte ens kunnat handlas på marknaden.

...och vi tror att handeln i aktien förbättras när vi lämnar budnivån och sommaren bakom oss.

Avanza redovisar hur många ägare de har i respektive aktie. Dagen innan vi tog upp bevakning av Elos Medtech den 21 juni 2018 ägde 452 personer aktien på Avanza. Den 1 juni 2021 när styrelsen offentliggjorde att det pågick buddiskussioner var det 1,430 personer på Avanza. Igår ägde 662 personer på Avanza Elos Medtech. En hel del småsparare accepterade budet, men vi noterar att det är 210 personer (46%) fler på Avanza än när vi tog upp bevakning. Vi tror att likviditeten förbättras när vi lämnar såväl sommaren som budnivån bakom oss.

Elos är exponerat mot några av de intressantaste nischerna...

...inom medtech-området och bolaget har långa och nära relationer med globala jättar.

Dental påverkades mest negativ av pandemin, men marknaden återhämtar sig, Elos lanserar egna produkter som ligger väl i linje med framtidens alltmer digitaliserade metoder inom implantatområdet.

Kort sammanfattning av läget i de tre affärsområdena

Elos Medtech har tre affärsområden som bearbetar marknaderna globalt och producerar medtech-produkter för kunder globalt. Huvudkontoret ligger i Göteborg, men produktionen sker vid två fabriker i Sverige (Timmersdala och Skara), Danmark, USA och Kina.

Elos har en lång erfarenhet och nära relationer med många av de största bolagen inom respektive nisch. Under pandemin har det varit tydligt att olika nischer påverkats i olika utsträckning och det är något som även är tydligt när vi följer de globala bolagens utveckling. Här ges kommentarer om respektive affärsområde och försäljningsutvecklingen i grafisk form. Se det separata avsnittet "Estimat" för att se historik och estimat i numerisk form.

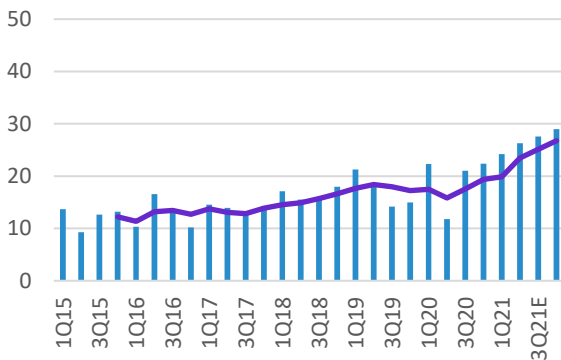
Affärsområde Dental

Inom Dental tillverkar Elos framför allt dentala implantat. Kunder är några av de största globala bolagen inom området. Elos har utvecklat och producerat den typen av implantat ända sedan området växte fram med hjälp av professor Per-Ingvar Brånemark ca 1975.

Elos är främst en kontraktstillverkare, men inom det här området har bolaget egna produkter som säljs under varumärket Elos Accurate. Det är ett område som vuxit starkt på grund av lanseringar och marknadsintroduktion i USA. Vi räknar med att de egna produkterna kommer få en allt större betydelse för Elos försäljning. Dessutom är marginalerna högre än för de kontraktstillverkade produkterna.

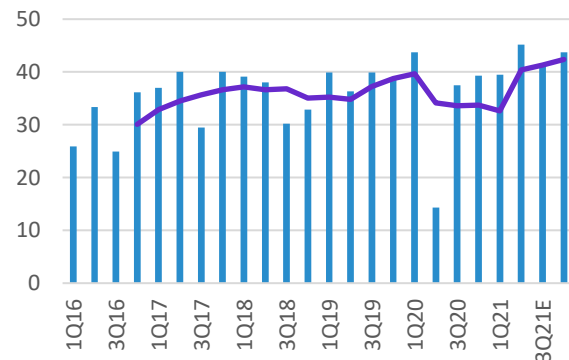
Pandemin haft en stor inverkan på branschen eftersom patienter undvikit tandläkarbesök och restriktioner försvårat, men läget är gradvis på väg att normaliseras. Lanseringen av produkter i USA har i praktiken antagligen fördröjts med ungefär ett år på grund av pandemin.

Dental: Egna produkter



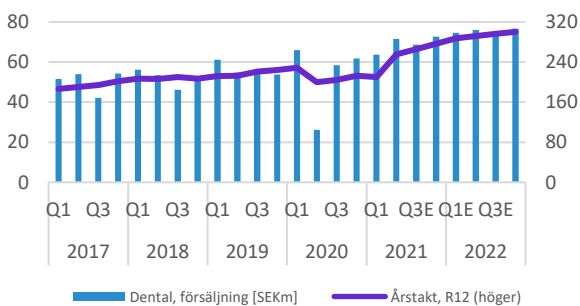
Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: Exklusive egna produkter



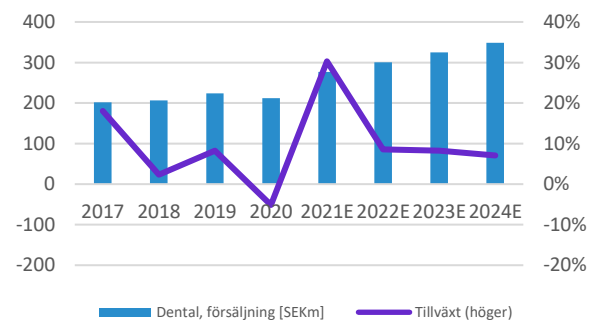
Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Affärsområde Orthopedics

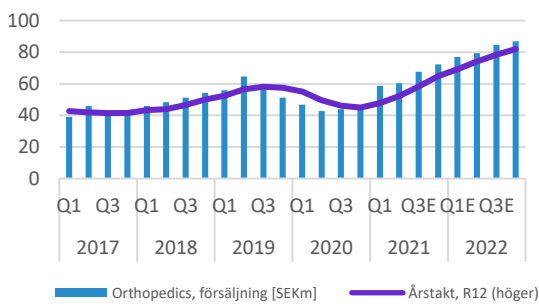
Elos har kommit att bli en betydande tillverkare av produkter som används vid ortopedisk robotkirurgi. Det är en marknad som befinner sig i ett tidigt skede, men som de stora ortopedibolagen satsar mycket på. Det förväntas blir hög tillväxt från dagens förhållandevis låga nivåer, men redan har Elos en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

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

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 är den begränsande faktorn för bolagets tillväxt inom området.

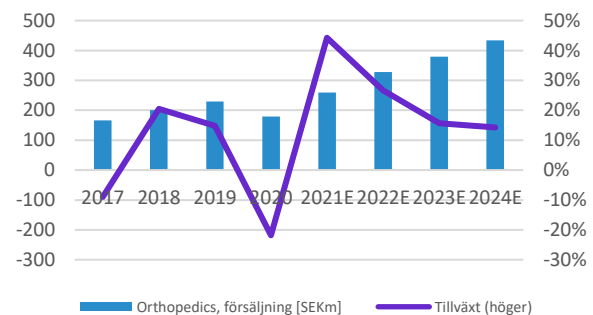
Vi tror att den nye ägaren, TA Associates, delar vår syn och att det var en viktig drivkraft bakom budet. En ny, stark huvudägare och en delvis ny styrelse öppnar upp för mer aggressiva och värdeskapande åtgärder framöver. Vi har inte inkluderat det i våra estimat än, men ser potential för ytterligare investeringar och förvärv inom det här området.

Orthopedics: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

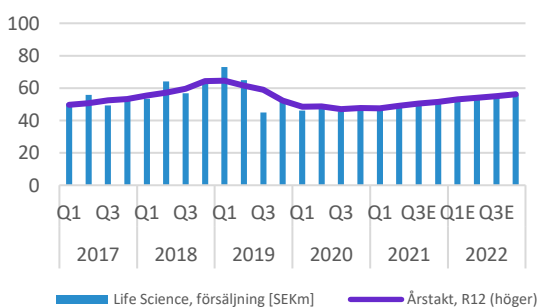
Affärsområde Life Science

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.

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

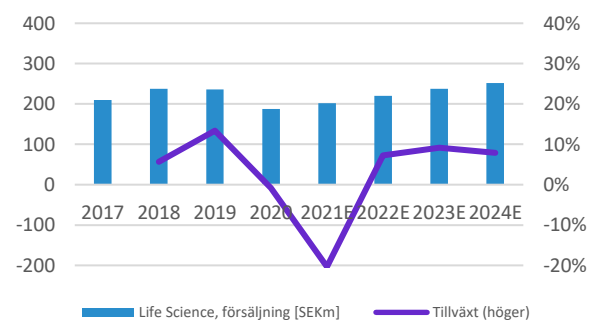
Den goda efterfrågan inom Life Science gör att Elos utökar produktionsytan i Skara från 3,300 kvadratmeter till 5,700 kvadratmeter. Tillbyggnaden blir renrumsklassad och vi tror att den här enheten som är lönsammast i koncernen kommer växa ordentligt till än högre marginaler.

Life Science: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Life Science: År



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

Liksom många andra bolag har Elos Medtech påverkats av pandemin. Det värsta kvartalet var Q2 2020 och det innebär att det senast rapporterade kvartalet framstår som starkt i jämförelse med kvartalet året innan. Det är så klart något aktiemarknaden har känt till i ett år. Det blir alltså höga tillväxttal, men samtidigt påverkar valutorna negativt. De rapporterade siffrorna är alltså inte lika starka som de hade varit utan motvind från valutor.

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

Motsvarande dynamik påverkar helåren 2020 och 2021E. Jämför vi våra försäljningsestimat för 2021 med 2019 som inträffade före pandemin är de högre inom Orthopedics och Dental, men lägre Life Science som påverkats negativt av en strukturell förändring.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
Orthopedics	46.8	42.6	43.9	46.2	58.7	60.4	67.5	72.3
Dental	66.0	26.1	58.5	61.7	63.7	71.5	68.7	72.7
Life Science	46.1	49.5	45.5	46.9	48.8	49.1	51.3	52.4
Totalt	158.9	118.2	147.9	154.8	171.2	181.0	187.6	197.3
Tillväxt								
Orthopedics	-16.1%	-34.0%	-24.4%	-9.8%	25.4%	41.8%	53.9%	56.5%
Dental	7.8%	-52.3%	8.1%	14.7%	-3.5%	173.9%	17.4%	17.8%
Life Science	-36.8%	-23.7%	1.3%	-12.0%	5.9%	-0.8%	12.8%	11.6%
Totalt	-16.3%	-35.8%	-5.9%	-2.2%	7.7%	53.1%	26.8%	27.5%
Tillväxt lokala valutor	-18.9%	-36.4%	-1.6%	2.6%	13.4%	59.1%	29.2%	28.6%

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	258.9	327.9	379.3	433.6
Dental	202.0	206.7	223.8	212.3	276.6	300.3	325.2	348.3
Life Science	209.9	238.0	236.0	188.0	201.6	220.0	237.3	251.5
Totalt	577.9	644.7	689.4	579.8	737.1	848.2	941.8	1,033.4
Tillväxt								
Orthopedics	-8.9%	20.5%	14.8%	-21.8%	44.2%	26.6%	15.7%	14.3%
Dental	18.1%	2.3%	8.3%	-5.1%	30.3%	8.6%	8.3%	7.1%
Life Science	5.7%	13.4%	-0.8%	-20.3%	7.2%	9.1%	7.9%	6.0%
Totalt	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	27.1%	15.1%	11.0%	9.7%
Tillväxt lokala valutor	4.3%	8.0%	2.8%	-14.5%	31.8%	14.7%	11.0%	9.7%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

Pandemin slog hårt, men bolaget håller på att återhämta sig.

Vi räknar med att budet kostade Elos SEK 8m. Sådana kostnader är oundvikliga trots att budet bara ledde till att budgivaren köpte aktier av vissa ägare.

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 uppe relativt väl.

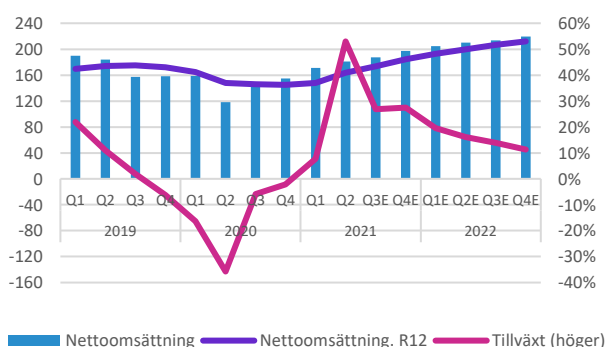
I våra estimat inför Q2-rapporten inkluderade vi SEK 3.0m i budrelaterade kostnader. Bolaget uppger inte hur stora de var, men att döma av de ovanligt höga administrationskostnaderna bör det inte ha varit alltför långt ifrån den nivån. Elos skrev i Q2-rapporten att bolaget kommer ha "ytterligare transaktionskostnader, vilka väsentligt kommer att påverka resultatet för kvartal tre". Vi har lagt in SEK 5.0m för sådana kostnader i administrationskostnader för Q3. Det förklarar den svaga EBIT-marginalen i våra estimat för Q3 som alltså inte är justerade.

Resultaträkning

[SEKm]	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
Nettoomsättning	158.9	118.3	147.9	154.8	171.2	181.0	187.6	197.3
Kostnad för sålda varor	-110.8	-78.3	-100.4	-102.6	-112.0	-115.6	-120.3	-125.6
Bruttoresultat	48.1	40.0	47.5	52.2	59.2	65.4	67.3	71.8
Försäljningskostnader	-9.9	-5.1	-6.0	-7.8	-8.2	-9.6	-10.7	-11.2
Administrationskostnader	-22.1	-16.9	-20.1	-21.1	-21.2	-25.4	-29.2	-25.1
Utvecklingskostnader	-5.2	-2.8	-4.2	-3.3	-4.4	-4.2	-5.3	-5.9
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	-0.3	0.7	-1.1	-0.4	0.3	-0.3	-0.3
Rörelseresultat	11.9	14.9	17.9	18.9	25.0	26.5	21.8	29.3
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	-3.7	-3.1	-3.0
Valutakursdifferenser	2.2	-2.6	-1.3	-3.5	0.0	0.0	1.9	1.7
Resultat efter fin. poster	6.6	9.1	14.2	13.3	27.1	22.8	20.6	28.0
Skatter	-1.2	-2.2	-1.6	-2.2	-7.1	-4.4	-4.3	-5.9
Resultat efter skatt	5.4	6.9	12.6	11.1	20.0	18.4	16.3	22.1
EPS, rapporterad	0.67	0.86	1.56	1.38	2.48	2.28	2.02	2.74
EPS, justerad	0.67	0.86	1.56	1.38	2.48	2.28	2.02	2.74
Tillväxt, Nettoomsättning	-16.3%	-35.7%	-5.9%	-2.2%	7.7%	53.0%	26.8%	27.5%
Bruttomarginal	30.3%	33.8%	32.1%	33.7%	34.6%	36.1%	35.9%	36.4%
EBIT-marginal	7.5%	12.6%	12.1%	12.2%	14.6%	14.6%	11.6%	14.8%

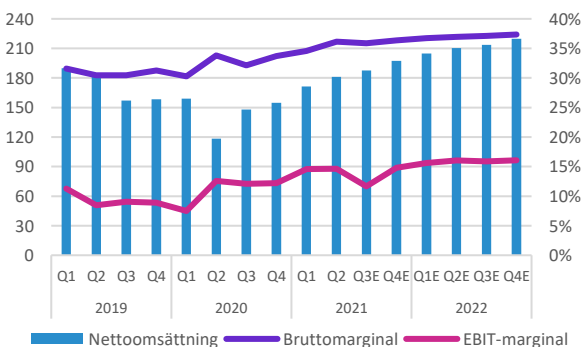
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

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 minskade med 15.9% under 2020 och vi räknar med 27.1% tillväxt 2021E. Vi ser fortfarande effekter från pandemin, så inte heller 2021 kommer vara ett normalt år. Utöver den återhämtningen går särskilt Orthopedics och Dental bra, samtidigt som tillbyggnaden av fabriken i Skara (som främst producerar produkter inom Life Science) kommer invigas under sommaren.

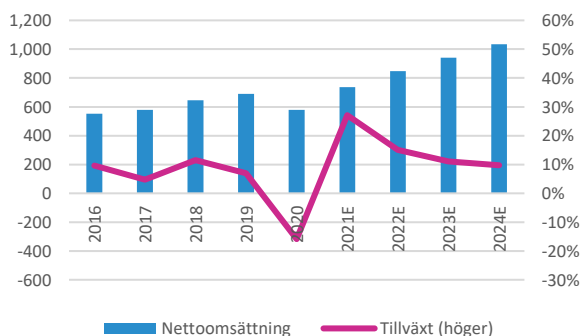
Vi förväntar oss fortsatt expansion av bruttomarginalen

Marginalförbättringarna drivs främst av den expanderande bruttomarginalen. Skalfördelar och bättre resursutnyttjande, en gynnsammare produktmix och effektiviseringar är några faktorer som bidragit till den expanderade bruttomarginalen. Vi räknar med att de senaste årens imponerande utveckling kommer lyfta såväl brutto- som EBIT-marginalerna ytterligare.

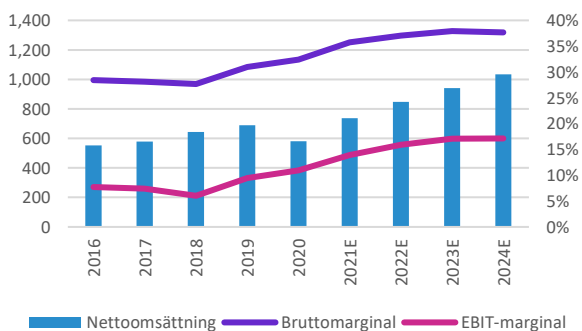
Resultaträkning

[SEKm]	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	577.9	644.7	689.4	579.9	737.1	848.2	941.8	1,033.4
Kostnad för sålda varor	-415.4	-466.3	-476.0	-392.1	-473.5	-534.0	-584.6	-644.4
Bruttoresultat	162.5	178.4	213.4	187.8	263.7	314.2	357.2	389.0
Försäljningskostnader	-38.0	-40.2	-40.0	-28.8	-39.7	-48.8	-53.9	-59.4
Administrationskostnader	-68.0	-80.6	-93.3	-80.2	-100.9	-103.9	-111.6	-118.5
Utvecklingskostnader	-13.8	-19.3	-17.2	-15.5	-19.8	-25.7	-30.4	-33.6
Övriga rörelseint./kostn.	0.0	0.6	2.4	0.3	-0.7	-0.9	-0.6	-0.4
Rörelseresultat	42.7	38.9	65.3	63.6	102.6	134.9	160.7	177.1
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	-12.6	-10.5	-8.5	-7.6
Valutakursdifferenser	-7.2	0.5	0.7	-5.2	3.6	5.3	3.5	3.1
Resultat efter fin. poster	26.4	28.5	50.6	43.2	98.5	129.7	155.7	172.9
Skatter	-3.8	-7.6	-12.1	-7.2	-21.7	-27.2	-32.7	-36.3
Resultat efter skatt	22.6	20.9	38.5	36.0	76.8	102.5	123.0	136.6
EPS, rapporterad	3.73	2.75	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24	16.93
EPS, justerad	3.73	2.75	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24	16.93
Tillväxt, Nettoomsättning	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	27.1%	15.1%	11.0%	9.7%
Bruttomarginal	28.1%	27.7%	31.0%	32.4%	35.8%	37.0%	37.9%	37.6%
EBIT-marginal	7.4%	6.0%	9.5%	11.0%	13.9%	15.9%	17.1%	17.1%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Avvikelser i Q2-rapporten

Dental lyfte den totala försäljningen över våra estimat...

Försäljningen inom Dental överträffade våra estimat rejält. Trots något lägre försäljning jämfört med våra prognoser i Orthopedics och Life Science var den totala försäljningen SEK 4.7m eller 2.6% bättre än vi räknat med.

...och bruttomarginalen överraskade återigen på uppsidan.

Bruttomarginalen överträffade återigen våra estimat. Vi hade inkluderat SEK 3.0m i budrelaterade kostnader ("Övriga rörelsekostnader"). Bolaget inkluderade dessa i administrationskostnader (som vi flaggade för i vår senaste analys), men bolaget särredovisade inte dessa. De finansiella kostnaderna var högre än vi räknat med.

Avvikelser: Försäljning per segment					
[SEKm]	2Q20	2Q21	Diff	Estimat	Diff
Orthopedics	42.6	60.4	17.8	62.0	-1.6
Dental	26.1	71.5	45.4	61.8	9.7
Life Science	49.5	49.1	-0.4	52.6	-3.5
Totalt	118.2	181.0	62.8	176.3	4.7
<u>Tillväxt</u>					
Orthopedics	-34.0%	41.8%	75.7%	45.5%	-3.7%
Dental	-52.3%	173.9%	226.2%	136.8%	37.2%
Life Science	-23.7%	-0.8%	22.9%	6.2%	-7.0%
Totalt	-35.8%	53.1%	88.9%	49.2%	3.9%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Avvikelser: Resultaträkning					
[SEKm]	2Q20	2Q21	Diff	Estimat	Diff
Nettoomsättning	118.3	181.0	62.7	176.3	4.7
Kostnad för sålda varor	-78.3	-115.6	-37.3	-116.0	0.4
Bruttoresultat	40.0	65.4	25.4	60.4	5.0
Försäljningskostnader	-5.1	-9.6	-4.5	-9.9	0.3
Administrationskostnader	-16.9	-25.4	-8.5	-22.7	-2.7
Utvecklingskostnader	-2.8	-4.2	-1.4	-4.8	0.6
Övriga rörelseint./kostn.	-0.3	0.3	0.6	-3.4	3.7
Rörelseresultat	14.9	26.5	11.6	19.6	6.9
Finansiella intäkter	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-3.3	-3.7	-0.4	-0.6	-3.1
Valutakursdifferenser	-2.6	0.0	2.6	2.1	-2.1
Resultat efter finansiella poster	9.1	22.8	13.7	21.1	1.7
Skatter	-2.2	-4.4	-2.2	-4.7	0.3
Resultat efter skatt	6.9	18.4	11.5	16.5	1.9
EPS, reported	0.86	2.28	1.42	2.04	0.24
EPS, adjusted	0.86	2.28	1.42	2.04	0.24
Tillväxt, Nettoomsättning	-35.7%	53.0%	88.7%	49.1%	3.9%
Bruttomarginal	33.8%	36.1%	2.3%	34.2%	1.9%
EBIT-marginal	12.6%	14.6%	2.0%	11.1%	3.5%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Estimatrevideringar

Vi höjer
försäljningsestimaten
med ca 3% 2022-23E...

Den starka utvecklingen inom Dental får oss att höja våra estimat även framöver. På motsvarande sätt gör vi mindre nedrevideringar av våra försäljningsprognoser för 2021, men inverkan för de följande åren är +/- 2%. Vi reviderar upp de totala försäljningsestimaten för 2022-23E med 2.8-3.0%.

...och en procentenhet
högre bruttomarginal
bidrar också till 6-8%
högre EPS.

Vi lyfter bruttomarginalen, som överträffade våra estimat även i Q2, med drygt en procentenhet under de närmaste åren. I övrigt är estimatjusteringarna relativt små.

Sammantaget lyfter vi försäljningsestimaten med 2.8-3.0% under 2022-23E och under samma period höjer vi EBIT och EPS med 11.7-12.2% respektive 6.2-8.0%.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	258.9	327.9	379.3	262.0	325.3	371.5	-1.2%	0.8%	2.1%
Dental	276.6	300.3	325.2	254.1	274.7	302.9	8.9%	9.3%	7.4%
Life Science	201.6	220.0	237.3	205.1	223.9	241.6	-1.7%	-1.7%	-1.8%
Totalt	737.1	848.2	941.8	721.2	823.9	916.0	2.2%	3.0%	2.8%
Tillväxt							Förändring (procentenh.)		
Orthopedics	44.2%	26.6%	15.7%	46.0%	24.1%	14.2%	-1.7%	2.5%	1.5%
Dental	30.3%	8.6%	8.3%	19.7%	8.1%	10.3%	10.6%	0.5%	-2.0%
Life Science	7.2%	9.1%	7.9%	9.1%	9.2%	7.9%	-1.8%	0.0%	0.0%
Totalt	27.1%	15.1%	11.0%	24.4%	14.2%	11.2%	2.7%	0.8%	-0.1%

Källa: Murgata Equity Research

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Net sales	737.1	848.2	941.8	721.2	823.9	916.0	2.2%	3.0%	2.8%
Gross profit	263.7	314.2	357.2	249.7	294.7	336.2	5.6%	6.6%	6.3%
EBIT	102.6	134.9	160.7	93.8	120.2	143.9	9.3%	12.2%	11.7%
EBITA	107.8	140.6	167.0	99.1	125.8	150.0	8.8%	11.7%	11.3%
EBITDA	160.7	194.6	222.6	151.9	179.9	205.7	5.8%	8.2%	8.2%
PTP	98.5	129.7	155.7	100.0	123.7	145.9	-1.5%	4.9%	6.7%
Net profit	76.8	102.5	123.0	76.9	96.5	113.8	-0.1%	6.2%	8.0%
Net profit to shareholders	76.8	102.5	123.0	76.9	96.5	113.8	-0.1%	6.2%	8.0%
EPS, adjusted	9.52	12.70	15.24	9.53	11.96	14.11	-0.1%	6.2%	8.0%
							Förändring (procentenh.)		
Sales growth	27.1%	15.1%	11.0%	24.4%	14.2%	11.2%	2.7%	0.8%	-0.1%
Gross margin	35.8%	37.0%	37.9%	34.6%	35.8%	36.7%	1.1%	1.3%	1.2%
EBIT margin	13.9%	15.9%	17.1%	13.0%	14.6%	15.7%	0.9%	1.3%	1.4%
EBITDA margin	21.8%	22.9%	23.6%	21.1%	21.8%	22.5%	0.7%	1.1%	1.2%

Källa: Murgata Equity Research

Värdering och aktie

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 275 (250) per aktie, vilket är nära vårt DCF-värde och understöds av historiska multiplar applicerade på våra estimat. Aktiekursen påverkades av budet som nu är avslutat. Varken vår nuvarande eller tidigare värdering tog hänsyn till den kortsiktiga dynamiken som påverkar aktier vid budsituationer. Det finns ingen anledning för aktien att handlas nära SEK 215 bara för budet lades där. Det tror vi allt fler investerare snart kommer inse.

Motiverat värde: SEK 275
DCF-värde: SEK 278

Historiska multiplar applicerade på 2023-estimatet implicerar ett aktievärde på SEK 264-298 idag

Bull case: SEK 412
Bear case: SEK 181

Vi tillämpar ett avkastningskrav på 9.0% för Elos och kommer fram till ett DCF-värde på SEK 278 per aktie

Vi har använt oss av flera värderingsansatser för att bestämma vårt motiverade värde. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 278 i vårt grundscenario (tidigare SEK 251). Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 275, vilket är marginellt lägre än DCF-värdet och 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 264-298 per aktie idag. Det är således nära vårt motiverade värde (SEK 275) och DCF-värdet.

Vi har ett optimistiskt Bull case-scenario som indikerar ett värde på SEK 412 per aktie, medan vårt pessimistiska Bear case-scenario indikerar SEK 181 per aktie.

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 1.4%.

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 278 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%			Tax shield	22.0%
Extra premium (mcap)	0.9%			Equity ratio	90.6%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.4%	WACC	9.0%
re	9.7%	rd	3.2%		
Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin	
2021-2025	307	38	14.2%	23.9%	
2026-2030	450	56	7.1%	26.4%	
2031-2035	445	55	5.0%	26.9%	
2035-2040	377	47	3.8%	27.4%	
Terminal	925	115	2.0%		
Total	2,503	310			
Net debt	261	32			
DCF value	2,242	278			

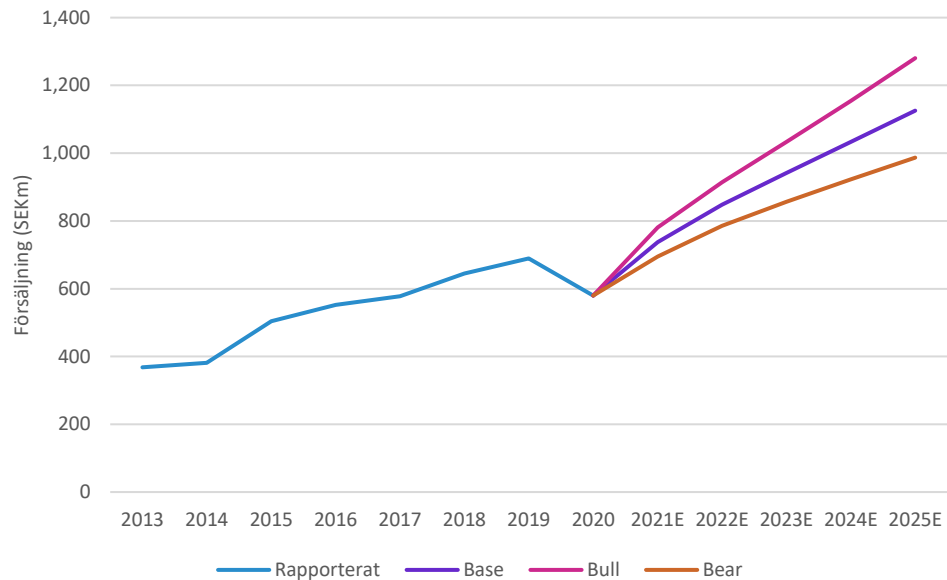
Källa: Murgata Equity Research

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

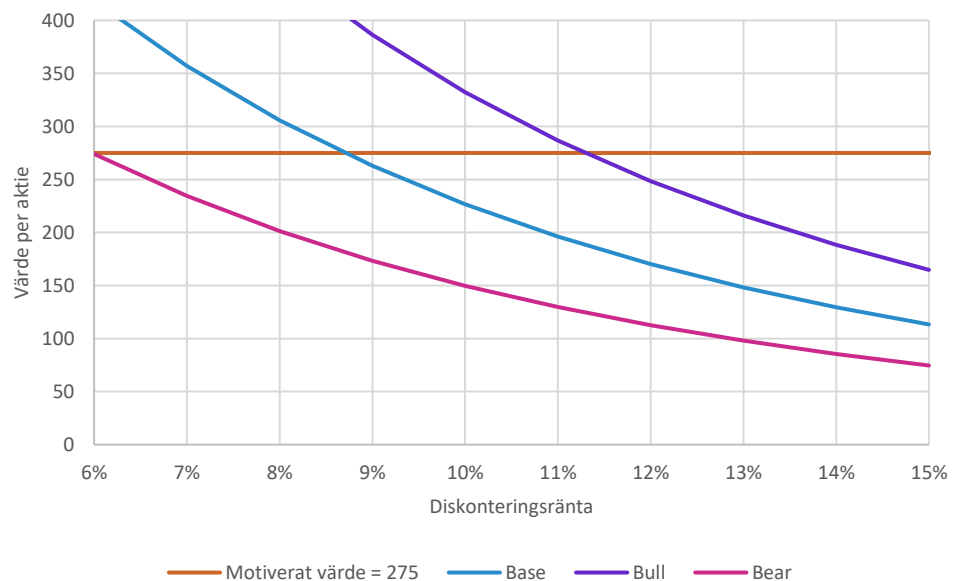


Källa: Murgata och bolagsdata

Både DCF och verkligheten är känsligt för olika antaganden relaterade till såväl estimat som värdering

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 såldes 16% uppsida från budnivån till vårt motiverade värde.

DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



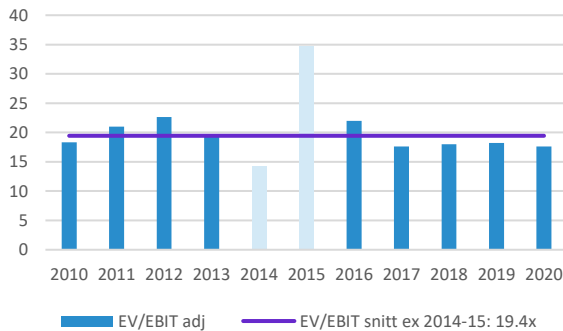
Källa: Murgata och bolagsdata

Värdering jämfört med bolagets egen historik

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

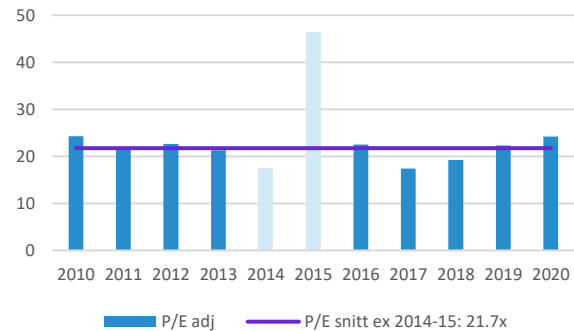
I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmått (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs) i slutet av året. Under 2014 avyttrades den sista stora delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser). I början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska 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

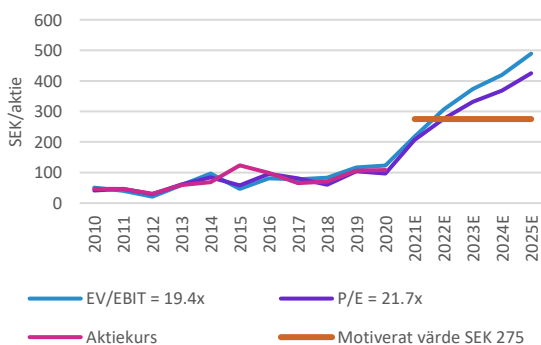
Genomsnittet för EV/EBIT (exklusive 2014-15) är 19.4x och för P/E är motsvarande genomsnitt 21.7x. I den vänstra grafen nedan har vi applicerat de genomsnittliga multiplarna från de båda graferna ovan på våra estimat för EBIT och vinst per aktie under de kommande åren. På det viset får vi fram hypotetiska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

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 374 respektive SEK 331. Diskonterat till nuvärde blir det SEK 298 respektive SEK 264, vilket är nära vårt motiverade värde på SEK 275.

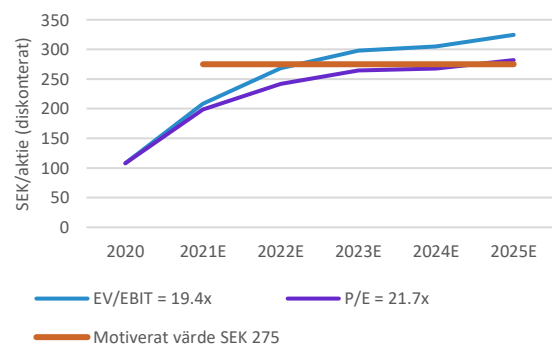
Historiska multiplar applicerade på våra 2023E-estimat skulle motivera aktiekurser på SEK 243-263 idag

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	737.1	848.2	941.8	1,033.4
COGS	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-392.1	-473.5	-534.0	-584.6	-644.4
Gross profit	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	213.4	187.8	263.7	314.2	357.2	389.0
Other operating income	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.4	0.3	-0.7	-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	-160.4	-178.4	-195.9	-211.5
EBIT	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	63.6	102.6	134.9	160.7	177.1
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	-12.6	-10.5	-8.5	-7.6
Other financial items	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	0.7	-5.2	3.6	5.3	3.5	3.1
PTP	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	50.6	43.2	98.5	129.7	155.7	172.9
Tax	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.2	-21.7	-27.2	-32.7	-36.3
Net profit	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	36.0	76.8	102.5	123.0	136.6
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
Net profit to shareh.	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	36.0	76.8	102.5	123.0	136.6
EPS, reported	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24	16.93
EPS, fully diluted	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24	16.93
Dividend per share	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	0.00	1.80	3.80	5.10	6.10	6.80
EBITDA	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	123.6	160.7	194.6	222.6	241.1
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	-5.7	-6.2	-6.8
EBIT	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	63.6	102.6	134.9	160.7	177.1
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	737.1	848.2	941.8	1,033.4
Gross profit	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	213.4	187.8	263.7	314.2	357.2	389.0
EBIT	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	63.6	102.6	134.9	160.7	177.1
EBITA	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	74.8	70.3	107.8	140.6	167.0	183.8
EBITDA	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	123.6	160.7	194.6	222.6	241.1
PTP	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	50.6	43.2	98.5	129.7	155.7	172.9
Net profit	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	36.0	76.8	102.5	123.0	136.6
Net profit to shareh.s	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	36.0	76.8	102.5	123.0	136.6
EPS, adjusted	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	4.46	9.52	12.70	15.24	16.93
Gross margin, adj.	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	32.4%	35.8%	37.0%	37.9%	37.6%
EBIT margin, adj.	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	11.0%	13.9%	15.9%	17.1%	17.1%
EBITDA margin, adj.	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	21.3%	21.8%	22.9%	23.6%	23.3%
Sales growth	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-15.9%	27.1%	15.1%	11.0%	9.7%
EBIT adj. growth	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-2.6%	61.3%	31.5%	19.1%	10.1%
EBITDA adj. growth	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	25.9%	-1.6%	30.0%	21.1%	14.4%	8.3%
EPS adj. growth	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	31.0%	-6.5%	113.3%	33.5%	20.0%	11.1%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
Non-current assets	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
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	13.4	15.7	18.0	20.3
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	501.7
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	2.7	3.3	3.6
Total non-current assets	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	729.4	667.4	716.3	732.0	747.2	764.1
Current assets												
Inventories	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	174.6	158.2	171.4	206.3	232.9	257.0
Accounts receivable	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	66.1	71.9	63.1	76.0	85.8	94.7
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	4.9	5.7	6.3	6.9
Prepaid exp., accr. inc.	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	5.8	9.1	11.6	13.4	14.8	16.3
Cash and equivalents	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	88.5	89.6	113.2	149.0	163.3
Total current assets	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	305.5	334.7	343.8	417.7	492.1	541.4
Total assets	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,002.0	1,060.1	1,149.7	1,239.3	1,305.5
Shareholders equity	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	540.3	599.6	667.7	745.5	828.4
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
Total equity	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	540.3	599.6	667.7	745.5	828.4
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	272.2	222.1	220.7	220.7	215.8	187.9
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
Total non-current liab.	167.2	162.7	331.2	282.2	273.5	294.1	356.7	305.3	308.1	312.5	312.1	289.1
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	55.5	51.3	44.1	44.1	43.2	37.6
Accounts payable	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	21.8	35.5	36.8	44.3	50.1	55.3
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	46.9	56.5	63.8	70.4
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
Total current liabilities	130.4	106.4	219.8	238.6	205.1	154.7	138.2	156.4	152.4	169.6	181.7	188.0
Total equity and liab.	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,002.0	1,060.1	1,149.7	1,239.3	1,305.5

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	242	152	110	62
Net debt/Equity	74%	17%	94%	93%	97%	57%	61%	46%	40%	23%	15%	8%
Net debt/EBITDA adj.	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.6	2.0	1.5	0.8	0.5	0.3
Net working capital	127	113	67	90	149	168	168	141	146	179	204	228
NWC/Net sales	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	24.3%	24.3%	19.8%	21.1%	21.7%	22.0%
Invested capital	426	412	700	734	751	821	895	807	860	908	948	988
Capital employed	460	540	741	774	761	870	950	896	950	1,022	1,097	1,151
ROE	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.3%	6.7%	13.5%	16.2%	17.4%	17.4%
ROIC	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.3%	6.2%	9.7%	12.2%	13.8%	14.5%
ROCE	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.2%	6.9%	11.1%	13.7%	15.2%	15.7%
ROA	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	3.9%	3.5%	7.4%	9.3%	10.3%	10.7%

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	160.7	194.6	222.6	241.1
Financial items	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-20.4	-4.1	-5.2	-5.1	-4.1
Taxes paid	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-10.6	-21.7	-27.2	-32.7	-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
CF from op. bef. ch in wc	58.7	61.4	62.4	91.1	82.5	75.9	103.6	104.0	134.9	162.2	184.9	200.6
Change in WC	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	21.6	-4.8	-33.1	-25.4	-23.1
CF from operating activities	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	66.0	102.4	125.6	130.1	129.1	159.5	177.5
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	-105.9	-74.8	-76.5	-80.6
CF from investments	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-79.9	-97.3	-56.3	-105.9	-74.8	-76.5	-80.6
Ch. in interest-bearing debt	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-31.3	-8.5	0.0	-6.0	-33.4
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	-41.1	-49.2
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
CF from financial activities	-40.0	-53.1	57.8	-71.8	-53.3	53.1	0.9	-31.3	-23.0	-30.7	-47.1	-82.6
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
Cash flow for the period	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	6.0	38.0	1.1	23.7	35.8	14.3
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	89.6	113.2	149.0
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
Cash and eq. at period's end	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	88.5	89.6	113.2	149.0	163.3

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	160.7	194.6	222.6	241.1
Taxes: Operational	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-10.6	-21.7	-27.2	-32.7	-36.3
Change in WC	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	21.6	-4.8	-33.1	-25.4	-23.1
CAPEX	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-89.3	-54.5	-105.9	-74.8	-76.5	-80.6
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
Underlying FCFF	52.6	15.4	-6.2	68.5	40.8	-5.8	27.8	91.4	28.3	59.5	88.0	101.0
Financial items	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-20.4	-4.1	-5.2	-5.1	-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
Underlying FCFE	42.5	5.4	-17.0	63.7	24.4	-16.2	13.1	71.0	24.2	54.3	82.9	96.9
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	0.0	-6.0	-33.4
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	-41.1	-49.2
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
Total cash flow	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	6.0	38.0	1.1	23.7	35.8	14.3

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	213.00	213.00	213.00	213.00
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
Market cap	360	411	747	596	393	565	859	871	1718	1718	1718	1718
Net IB debt	173	58	312	342	359	287	331	248	242	152	110	62
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	533	469	1059	938	752	852	1191	1120	1960	1870	1828	1781
<u>Valuation</u>												
P/S	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.2	1.5	2.3	2.0	1.8	1.7
P/E adj	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.3	24.2	22.4	16.8	14.0	12.6
P/BV	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.6	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/S	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.7	1.9	2.7	2.2	1.9	1.7
EV/EBIT adj	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.2	17.6	19.1	13.9	11.4	10.1
EV/EBITA adj	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	15.9	15.9	18.2	13.3	11.0	9.7
EV/EBITDA adj	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.5	9.1	12.2	9.6	8.2	7.4
FCFE yield	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	1.5%	8.2%	1.4%	3.2%	4.8%	5.6%
Dividend yield	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	0.0%	1.7%	1.8%	2.4%	2.9%	3.2%
Payout ratio	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	0.0%	40.3%	39.9%	40.2%	40.0%	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 analysen framsida.