

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 100

Trogen partner med många relationer

Aktiekurs: SEK 70.40

Vi tar upp bevakning av Elos Medtech med ett motiverat värde på SEK 100 per aktie. Elos är ett av bolagen som vinner på den pågående omstruktureringen bland globala medtech-bolag. Ett par faktorer har pressat aktien senaste åren, men efter den övertecknade emissionen räknar vi med en ljusnande framtid.

Kvalitetsbolag med diversifierad defensiv exponering

Elos Medtech producerar ett stort antal produkter för globalt verk samma medtech-bolag. Elos långa erfarenhet med produktionskapacitet i Sverige, Danmark, USA och Kina gör bolaget till en attraktiv partner i en bransch där outsourcing blir allt viktigare. Elos Medtech namnger normalt inte sina kunder, men till undantagen hör bolag som Novo Nordisk och Vitrolife.

Aktien har pressats av en nyemission som övertecknats

Elos har nyligen genomfört en övertecknad nyemission som tillförde cirka SEK 100m. Beloppet har örönmärkts för investeringar på SEK 50m per år under 2018 och 2019 i syfte att höja produktionskapaciteten vid två av fabriker. Emissionen har pressat aktien som redan innan påverkats negativt av produktionsbortfall som är på god väg att normaliseras.

Vi tar upp bevakning med motiverat värde SEK 100 per aktie

Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 111. Vi har jämfört värderingen med relevanta bolag och bolagets egen historik och anser att värderingen är attraktiv. Bolaget har lagt den utmanande perioden bakom sig. Vi anser att det är dags att blicka framåt, även om det kan krävas något kvartal innan full potential uppnås. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie.

Key figures (SEK)

Year end: December	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales	552	578	639	685	729
EBIT	43	43	45	56	67
EBITDA	97	94	99	115	130
PTP	38	26	40	49	60
EPS adj	4.38	3.73	3.79	4.71	5.83
DPS	1.30	0.00	1.60	1.90	2.30
Sales growth	9.6%	4.7%	10.6%	7.1%	6.5%
EBIT margin	7.7%	7.4%	7.1%	8.2%	9.1%
EBITDA margin	17.6%	16.3%	15.5%	16.8%	17.8%
EPS adj. growth	64.6%	-14.7%	1.4%	24.5%	23.7%
Net debt	313	322	232	257	224
Net debt/Equity	85%	87%	46%	49%	40%
Net debt/EBITDA	3.2	3.4	2.3	2.2	1.7
EV/S	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBIT	21.3	16.7	17.6	14.8	11.9
EV/EBITDA	9.3	7.6	8.0	7.2	6.1
P/E adj.	22.5	17.4	18.6	14.9	12.1
P/BV	1.6	1.1	1.1	1.1	1.0
Dividend yield	1.3%	0.0%	2.3%	2.7%	3.3%
FCFE-yield	10.7%	6.2%	-2.0%	-2.2%	8.5%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander, Ph.D.
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	568
Net debt (SEKm)	220
EV (SEKm)	788
Free float	75%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSS SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO Jan Wahlström
CFO Christian Bergaust
Chairman Yvonne Mårtensson

Homepage elosmedtech.com
Next report 19 July 2018

Estimate revisions

(%)	2018E	2019E	2020E
Net sales	n/a	n/a	n/a
EBIT	n/a	n/a	n/a
EBITDA	n/a	n/a	n/a
EPS adj.	n/a	n/a	n/a

Share price performance



VIKTIGT: Läs om ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter i slutet av det här dokumentet.

Innehåll

Investment case	3
Estimat, värdering och aktie	4
Tänkbara alternativa scenarier	6
Introduktion till Elos Medtech	8
Affärsmodell: "Spadar till guldgrävare"	8
Kunder: Många är globalt verksamma medtech-bolag	9
Konkurrenter: Ett stort antal med olika förutsättningar	10
Organisation	11
Historik	12
Vårt intryck av Q1-rapporten från 23 april	13
Marknadssegment	14
Dental Implant Systems	16
Orthopedics	18
Diagnostics	20
Hearing Device & Vibration	21
Other Medical Areas	22
Estimat	24
Försäljningsestimat	24
Resultaträkning	26
Investeringar och utdelning	29
Värdering och aktie	30
Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)	30
Värdering jämfört med svenska peers	33
Värdering jämfört med bolagets egna historik	37
Ledning, styrelse och ägare	38
Ledning	38
Styrelse	40
Aktieägare	42
Financial statements and valuation	44
Viktig information/Disclaimer	48

Investment case

Vi tar upp bevakning av Elos Medtech som vi anser är ett kvalitetsbolag med attraktiv exponering mot globala medtech-bolag. Aktien har hållits nere av tillfälliga faktorer och den nyligen genomförda emissionen, men nu anser vi att det är dags för investerare att blicka framåt. Elos är lägst värderat av de jämförelsebolag vi anser är relevanta. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 (42% uppsida) och ser en betydande uppvärderingspotential under de närmaste åren.

Produktionspartner till ledande medtech-bolag

Elos Medtech tillverkar produkter och komponenter inom medicinsk teknik. Det är en förhållandevis högteknologisk produktion med högt ställda krav från såväl myndigheter som kunderna som i stor utsträckning är globalt verksamma medtech-bolag. Elos föredrar att vara med från tidig utveckling till storskalig produktion och erbjuder även olika typer av logistiklösningar anpassade till kundens behov.

Elos kunder är till stor del globala medtech-bolag...

...inom fem segment som kan dra nytta av bred kompetens och geografisk spridning.

Elos har två produktionsanläggningar i Sverige och en per land i Danmark, Kina och USA. Elos är främst specialiserat på metallbearbetning, men tillverkar även plastprodukter med högt ställda krav för exempelvis diagnostik. Kunderna delas in i fem olika marknadssegment som kan ta del av koncernens breda kompetens och geografiska spridning. Elos brukar normalt inte tala om sina kunder, men två bolag som nämnts är Novo Nordisk och Vitrolife.

Två störningar 2015-2017 plus nyemissionen 2018 har pressat aktiekursen

Novo Nordisk som är största kunden (drygt 10% av försäljningen) minskade under andra halvan av 2015 sina lagernivåer, vilket innebar att produktionen hos Elos i Kina drabbades hårt. Det påverkade försäljningen och pressade marginalerna och hade även en viss inverkan i början av 2016 innan nivåerna normaliserades. Nu är produktionen rekordhög.

Från H2 2015 pressades Elos av tillfälligt sänkt försäljning till Novo Nordisk...

Nästa störning kom under andra halvan av 2016 då en kontraktskund i USA flyttade en produkt till egen tillverkning. Vi bedömer att försäljningstappet motsvarade ca 5% av Elos totala försäljning, vilket även i det fallet slog hårt mot tillväxt och marginaler. Det är först nu som bolaget är på väg att ersätta produktionsbortfallet, så även 2017 påverkades negativt.

...och från H2 2016 tog en kund tillbaka en produkt som först nu ersätts...

De två händelserna höll inte bara nere tillväxt och marginaler under 2015-2017, utan även aktiekursen. Nu har situationen äntligen normaliserats och bolaget ser stora möjligheter att satsa offensivt. Därför beslutade sig bolaget för att genomföra stora investeringar i Orthopedics och Dental Implant Systems. Detta finansieras av en nyemission och när den tillkännagavs i november 2017 pressades aktiekursen ytterligare. Emissionen övertecknades och huvudägarna tog sina andelar, men aktien har trots detta inte hämtat sig än.

...och den tredje faktorn som pressat aktiekursen är nyemissionen i Q1 som fulltecknades.

Nu är det äntligen dags för aktieägarna att blicka framåt

Bolagets tillväxt och marginaler har alltså hållits nere på en missvisande låg nivå under 2015-2017. Vi har förståelse för att aktiekursen pressats, men betraktar det som engångseffekter som bolaget lagt bakom sig. Därmed anser vi att det inte borde tynga aktien, men det är alltför få som lagt tillräcklig möda på att bedöma orsakerna bakom den svaga utvecklingen.

De tre faktorerna som hållit nere aktien ligger bakom bolaget nu och...

Självklart finns det en risk att det dyker upp ytterligare utmaningar även framöver. Vi anser att det är naturligt med olika händelser som måste hanteras och har tagit höjd för det i våra prognoser, men vi betraktar de senaste årens svaga utveckling som exceptionell. En normalisering av läget kommer innebära en markant förbättring. Vi anser att Q1-rapporten visar att normaliseringen redan inletts och att det nu är dags för aktieägarna att blicka framåt.

...vi anser att det är dags för aktieägarna att blicka framåt nu.

Estimat, värdering och aktie

Vi räknar med 11% försäljningstillväxt 2018E och 6-7% under de tre följande åren.

Anledningen till den högre tillväxten är den svaga utvecklingen under 2017 och framför allt under den senare delen av året. Det finns potential att slå våra förväntningar med tanke på de omfattande investeringar som Elos genomför just nu, men vi räknar med att det tar tid att fylla upp den utökade produktionskapaciteten.

Elos EBIT-marginal ligger långt under bolagets mål på 13%. Vi räknar med att det kommer ta tid innan bolaget når upp till den nivån och räknar med att marginalen når 10% år 2020E. Det finns flera faktorer som driver utvecklingen i positiv riktning och bara en normalisering kommer lyfta försäljning och marginaler. Då har vi även räknat med att avskrivningarna till följd av de extra investeringarna som görs under 2018-19E kommer tynga marginalen med en knapp procentenhet.

Resultaträkning i sammanfattning

[SEKm]	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net sales	503.7	552.0	577.9	639.3	684.5	728.9	772.9
EBIT	30.5	42.7	42.7	45.4	55.9	66.6	77.5
EBITDA	79.3	97.3	94.0	99.4	115.3	130.0	143.1
EPS, adjusted	2.66	4.38	3.73	3.79	4.71	5.83	6.95
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	28.5%	29.4%	30.2%	30.9%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	7.1%	8.2%	9.1%	10.0%
EBITDA-marginal	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	16.8%	17.8%	18.5%
Försäljningstillväxt	32.2%	9.6%	4.7%	10.6%	7.1%	6.5%	6.0%
EBIT-tillväxt	-7.9%	40.0%	0.0%	6.3%	23.1%	19.2%	16.3%
EBITDA-tillväxt	16.9%	22.8%	-3.4%	5.7%	16.0%	12.8%	10.1%
EPS-tillväxt	-31.2%	64.6%	-14.7%	1.4%	24.5%	23.7%	19.2%

Källa: Murgata och bolagsdata

Kombinationen av försäljningstillväxt och marginalexpansion ger en attraktiv vinsttillväxt med hänsyn tagen till bolagets förhållandevis defensiva och diversifierade exponering. 2017 startade starkt, men avslutades svagt. Det innebär att jämförelsetalen är utmanande under första halvan av året, men betydligt enklare under den andra halvan. Under 2018 har en återhämtning från de låga nivåerna påbörjats. Det håller nere vinsttillväxten 2018E, även om vi räknar med en god sekventiell utveckling.

Under perioden från 2017 till 2021E räknar vi med att försäljningen växer med 7.5% i årstakt (CAGR), medan vinsten per aktie (EPS) växer med 16.8% under samma period. Samtidigt räknar vi med att nettoskulden minskar trots ambitiösa investeringar 2018-19E och en återupptagen utdelning på cirka 40% av vinsten. Högre vinsttillväxt än vi sett under de senaste åren talar för högre värderingsmultiplar än idag när marknaden känner sig mer konfident till det scenariot. Kombinationen av försäljningstillväxt, marginalexpansion och multipelexpansion tror vi kommer göra att fler investerare får upp ögonen för aktien.

Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie. Det är lägre än vår DCF-modell som indikerar SEK 111. Blickar vi framåt ett par år och tillämpar samma värderingsmultiplar som några jämförbara bolag handlas till idag skulle vi kunna argumentera för SEK 161-181 redan idag. Jämför vi istället med Elos historiska värdering talar det snarare för ca SEK 115-130 per aktie. Vi tror dock inte att aktiemarknaden är beredd att fullt ut prisa in vårt scenario och vår värdering än så länge och sätter därför vårt motiverade värde till SEK 100. Vi framhåller dock potentialen för högre värden om bolaget bara lyckas leverera i enlighet med våra förväntningar.

Vi räknar med 6-7% försäljningstillväxt under 2019-21E.

Högre EBIT-marginal trots ökade avskrivningar, men lägre än bolagets mål

Tillväxt och marginalexpansion...

...driver vinsttillväxt samtidigt som nettoskulden minskar trots prognos om 40% utdelningsandel

Vi anser att vårt motiverade värde SEK 100 är rimligt idag, men det finns potential för höjning

Dagens aktiekurs i förhållande till historik och värdering

Aktien har handlats högre än vårt motiverade värde

Vårt motiverade värde på SEK 100 är drygt 40% högre än gårdagens stängningskurs. Tittar vi på den högra grafen med aktiekursen sedan 2015 kan vi konstatera att aktien var uppe på högre än vårt motiverade värde i slutet av 2016 och under en stor del av 2015.

Faktorerna som sänkt aktien är överspelade nu

De första produktionsstörningarna inträffade under andra halvan av 2015, men det var först i början av 2016 som aktien påverkades i någon större utsträckning. Aktien hämtade sig i mitten av 2016 när problemen löste sig, men de avlöstes av nästa utmaning under andra halvan av 2016. Det är först nu som den kapacitetsluckan börjar ersättas av nya produkter, vilket talar för att aktiesentimentet kan börja förbättras. Det förhållandevis dramatiska fallet som inleddes i november 2017 orsakades av att Elos meddelade ambitionen att genomföra en nyemission för att investera i ökad kapacitet. Den genomfördes under Q1 (slutfördes Q2).

Aktiekursen sedan 2017



Källa: Murgata och bolagsdata

Aktiekursen sedan 2015



Källa: Murgata och bolagsdata

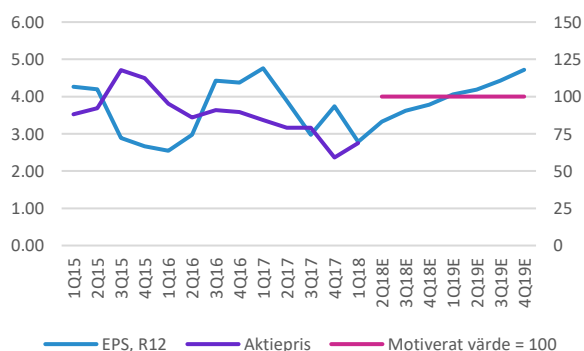
Dags att bryta den nedåtgående trenden?

Utän att lägga alltför stor vikt vid teknisk analys kan vi konstatera att trenden i aktien varit nedåtriktad sedan 2016. Med produktionsstörningarna förpassade till historien och en starkt kassa redo att användas för offensiva investeringar tror vi att det finns goda förutsättningar för ett betydligt bättre sentiment kring aktien under den närmaste tiden. Möjligen innebär det även slutet på den nedåtgående trenden.

Det framåtblickande värderingsgapet bör stängas när investerarnas konfidens förbättras

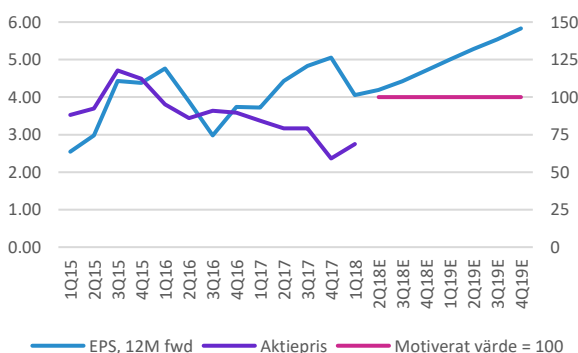
Vi har ett längre avsnitt om värdering, men om vi lite översiktligt sätter aktiekursen i relation till vinsten per aktie (EPS) kan vi konstatera att såväl vinstutveckling som aktiekurs varit en tråkig historia under de senaste åren, men nu förväntar vi oss att tillväxt och marginalexpansion. Tittar vi på rullande 12 månaders EPS (vänstra grafen nedan) bör aktiekursen närma sig vårt motiverade värde. Enligt framåtblickande EPS (högra grafen) skulle aktien kunna handlas till vårt motiverade värde redan idag utan att det vore anmärkningsvärt.

Bakåtblickande EPS och aktiekurs



Källa: Murgata och bolagsdata

Framåtblickande EPS och aktiekurs



Källa: Murgata och bolagsdata

Vi strävar efter rimliga prognoser...

...men verkligheten är komplex och de verkliga utfallen kan bli bättre eller sämre.

Optimistiska och pessimistiska scenarier baserade på högre eller lägre försäljningstillväxt

Tänkbara alternativa scenarier

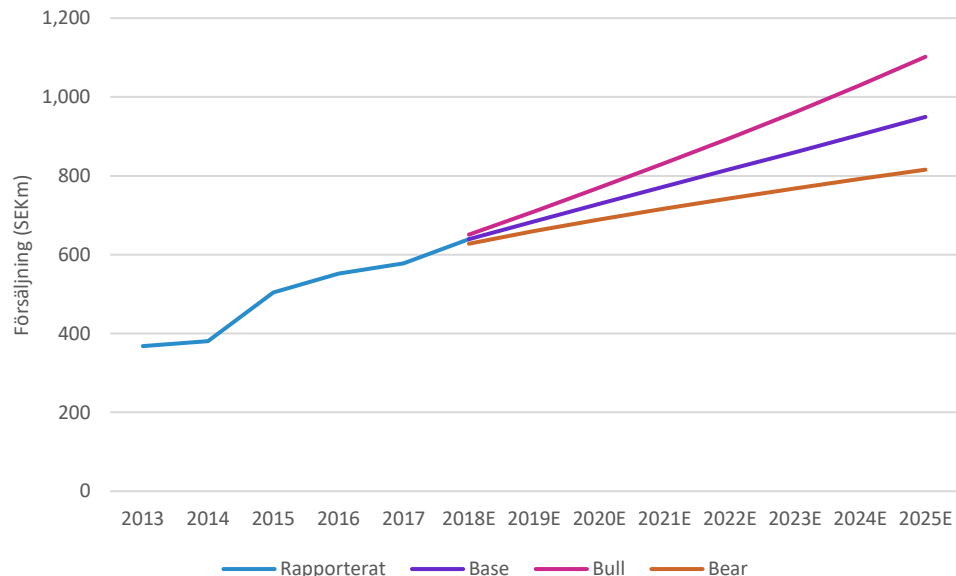
Avsikten är att våra prognoser ska vara balanserade och rimliga baserat på det vi känner till om den nuvarande situationen och vad vi tror om den framtida utvecklingen. Det ligger i sakens natur att de faktiska utfallen kan avvika från våra antaganden och det kan tillkomma ytterligare faktorer som vi inte förutsett.

Lyckas vi lägga ett balanserat huvudscenario kommer positiva och negativa avvikelser åtminstone delvis ta ut varandra. Det är dock möjligt att utfallet blir betydligt sämre eller betydligt bättre än vi räknat med. Vi illustrerar detta med ett scenario med sämre utfall (Bear case) och ett scenario med bättre utfall (Bull case).

Bear case och Bull case

I vårt pessimistiska scenario ("Bear case") räknar vi med att försäljningstillväxten blir 2% lägre än i vårt grundscenario ("Base case"). Den lägre försäljningen innebär också att marginalerna blir lägre till följd av bolagets operativa hävstång (fasta kostnader påverkas inte av lägre försäljning). På motsvarande sätt innebär vårt optimistiska scenario ("Bull case") att tillväxten blir 2% högre än i grundscenariot.

Försäljningsantaganden bakom Base-, Bull- och Bear-case



Källa: Murgata och bolagsdata

*Base case: SEK 111
Bull case: SEK 177
Bear case: SEK 67*

Aktien handlas nära vårt Bear case...

...och har 150% upp till Bull case som är närmare bolagets egna mål.

Vi har alltså ett motiverat värde på SEK 100, men vårt DCF-värde i grundscenariot (Base case) är SEK 111. Vårt pessimistiska Bear case-scenario är SEK 67 per aktie, medan det mer optimistiska Bull case-scenariot indikerar ett värde på cirka SEK 177 per aktie.

Det är stora skillnader på aktievärdena i de olika utfallen. Aktien handlas nu i närheten av vårt Bear case och det innebär att aktiemarknaden, enligt oss, prisar in ett betydligt sämre scenario än vi räknar med.

Elos har som mål att nå SEK 1bn i försäljning 2023E och det är nära antagandena i vårt Bull case. Om det skulle bli fallet och våra antaganden i övrigt stämmer skulle aktien ha ca 150% uppsida från dagens nivå till de SEK 177 per aktie som vår modell indikerar.

Exempel på risker

Produktionsvariationer är normala, men stora och plötsliga kan det få en stor inverkan

Enligt vår uppfattning har försäljning, marginaler och även aktien hållits nere på grund av att två viktiga kunder tillfälligt dragit ned respektive upphört med produktionen. Det är naturligt att tillverkningen fluktuerar över tid och att gamla kunder ersätts av nya och det är precis vad som skett. I våra prognoser har vi tagit höjd för normala störningar av det slaget, men det kan inte uteslutas att det sker i betydligt större utsträckning än vad som är normalt. Tillfälliga effekter ska inte behöva ha så stor inverkan på aktien, men trögheten i branschen gör att störningar ofta sträcker sig över åtskilliga kvartal och det påverkar åtminstone sentimentet.

Juridiska tvister förekommer

Juridiska risker förekommer i de flesta verksamheter. Elos är stämt av två australienska bolag (se mer under avsnittet "Orthopedics"). Vi är inte särskilt bekymrade över det, men utesluter inte att det skulle kunna få någon form av inverkan. Stämningar, skadeståndsanspråk och patenntvister är relativt vanliga i medtech-industrin, särskilt för bolag verksamma i USA. Vi anser dock inte att Elos har en större risk än liknande bolag.

Förändringar hos kunder och konkurrenter kan påverka Elos

Konkurrensbilden kommer förändras över tid, kundernas förutsättningar variera och distributionskanaler påverkas. Det är en trögriktig bransch, men om inte Elos hinner anpassa sig till förändringar eller fattar felaktiga beslut kan det få negativa konsekvenser.

Elos är mer exponerad mot volym än pris till slutkunden

Elos direkta exponering mot priser till slutkunden är relativt låg eftersom intäkterna till stor del är baserade på överenskomna styckpriser för tillverkningen. Prishöjningar till slutkund skulle till och med kunna få en negativ inverkan för Elos om det skulle leda till en minskning av de efterfrågade volymerna.

Politiska beslut kan påverka Elos

Regulatoriska förändringar, tullar och andra handelshinder är också exempel på faktorer som skulle kunna få en negativ inverkan på Elos verksamhet.

Brist på komponenter eller arbetskraft kan påverka verksamheten

I likhet med de flesta andra företag kan priset på ingående komponenter, tillgång till arbetskraft och löneinflation påverka bolagets verksamhet på kort eller lång sikt.

Läs mer om risker

För fler exempel på risker hänvisar vi till Elos årsredovisningar, prospekt, bolagets hemsida och annat relaterat material.

Introduktion till Elos Medtech

Elos har en lång historia med olika verksamheter, men är sedan några år helt inriktat på medicinsk teknik. Elos har en högklassig produktion och strävar efter att vara med från tidig utveckling till leverans med kundanpassade logistiklösningar. Det leder till nära och långsiktiga relationer som är lönsamma för både Elos och kunderna som till stor del utgörs av globala medtech-bolag.

Affärsmodell: "Spadar till guldgräware"

*Utveckling, produktion
och logistik*

Elos Medtech tillverkar produkter och komponenter för sina kunder som är verksamma inom medicinsk teknik. Dessutom kan Elos hjälpa sina kunder med utvecklingsarbete som leder till ytterligare produktion. Många kunder efterfrågar helhetslösningar, vilket till exempel kan innebära att Elos erbjuder olika logistiklösningar som anpassats för kundens behov.

*Tillväxt från ökat antal
behandlingar...*

En uppenbar faktor som driver tillväxten är ökade produktionsvolymerna till följd av hög efterfrågan genom att exempelvis fler patienter behandlas. Elos tar normalt ett visst pris per produkt, vilket innebär att Elos inte är lika beroende av prisförändringar som deras kunder är. Branschen har förhållandevis höga marginaler och av regulatoriska skäl är det svårt att byta leverantör. Det finns dock en risk att lönsamhetspress kan leda till en kostnadsmedvetenhet som kan påverka Elos i kommande förhandlingar, men andra faktorer är också viktiga.

*...genom att växa med
befintliga kunder...*

De flesta av Elos befintliga kunder använder sig av flera produktionspartners. Trenden är dock att alltmer koncentreras till de leverantörer som visat sig vara tillförlitliga, lyhörda och har väl anpassade helhetslösningar. Elos ligger väl till relativt många konkurrenter och bolaget har en uttalad strategi att åta sig en större andel av respektive kunds produktionsbehov. Ett sätt att åstadkomma det är att jobba nära kunden med förbättringar och utveckling av produktgenerationer. Det innebär också att produktionsprocessen tas i beaktande under utvecklingen och det har stora fördelar såväl praktiskt som ekonomiskt.

*...och attrahera nya
kunder samt sälja egna
produkter.*

Nya kunder är naturligtvis också viktiga och Elos har stärkt sin position under de senaste åren. Bolagets fokus på olika typer av metallbearbetning har kompletterats med formsprutning av plast. Förvärvet i USA var en viktig milstolpe som kompletterar produktionskapaciteten i Sverige, Danmark och Kina. Utveckling, tillverkning och försäljning av egna produkter är också en viktig del av tillväxtstrategin, samtidigt som marginalerna är förhållandevis höga.

Elos är en strategisk leverantör till ledande medtechbolag



Källa: Elos Medtech

Kunder: Många är globalt verksamma medtech-bolag

Elos kunder är typiskt sett stora globala medtech-bolag

Den största andelen av Elos kunder är stora, etablerade bolag som säljer sina produkter globalt. Det har under ett antal år pågått en konsolidering bland de större medtech-bolagen. En uppenbar drivkraft är att det medför kostnadssynergier och skalfördelar. Det innebär produktportföljerna breddas och att försäljningskanalerna stärks. Det bör medföra att antalet varianter av liknande produkter blir färre och att volymerna av de kvarvarande ökar.

Högre krav driver på en konsolidering....

En annan drivkraft är ökade regulatoriska krav på allt från klinisk dokumentation till tillverkningsprocesser och marknadsföring. Det leder till högre kostnader som ger komparativa fördelar för större aktörer.

...som leder till allt mer outsourcing...

Konsolideringen innebär också att bolagen inte bara ser över produktportföljerna där det finns överlapp, utan även optimerar sin produktionsstruktur. Även om de behåller egen produktionskapacitet pågår en stark trend som innebär att bolagen outsourcar en allt större del av produktionen, eftersom de anser att just tillverkningen inte är deras kärnverksamhet.

...vilket gynnar kontraktstillverkare som Elos.

Genom att anlita en kontraktstillverkare som Elos Medtech kan de dra nytta av deras kunskap och erfarenhet av produktionsprocesser som blir alltmer högteknologiska. Det ger också en större flexibilitet för bolagen eftersom kontraktstillverkare har större möjlighet att parera fluktuationer i efterfrågan. Det är några anledningar till att priset inte alltid är avgörande.

Mångårigt samarbete med Novo Nordisk som vi tror är största kunden

Av konkurrens- och sekretesskäl brukar inte Elos namnge sina kunder. Det är dock känt att Novo Nordisk under en lång tid varit en viktig kund. Beslutet att bygga Elos fabrik i Kina fattades under 2009 i nära samråd med Novo Nordisk. Långt innan dess producerade Elos danska enhet mekanikkomponenter till insulinpennor för flergångsbruk. Bolagen lyfter sällan fram samarbetet publikt, men Elos nämnde det exempelvis i Q3-rapporten 2015 när bolagets anläggning i Kina drabbades av tillfälligt lägre volymer till just Novo Nordisk. Vi tror att Novo Nordisk är Elos största kund.

Elos tillverkar plastprodukter med högt ställda krav för Vitrolife

Nyligen offentliggjordes att Vitrolife är kund hos Elos Medtech. Produkterna är tillverkade av polystyren och formsprutas hos Microplast i Skara utan att de kommer i kontakt med människor. De används i samband med "provörösbefruktning" och den efterföljande odlingen. Den inledande utvecklingen med embryots första celledelningarna är känslig för störningar och därför ställs mycket höga krav på materialets egenskaper och renhet. Läs mer om samarbetet i avsnittet Marknadssegment under rubriken Diagnostics.

Delar till insulinpennor för Novo Nordisk



Källa: Novo Nordisk

Odlingskål tillverkad för Vitrolife



Källa: Vitrolife

Konkurrenter: Ett stort antal med olika förutsättningar

Ett begränsat antal kunder använder sig av ett stort antal underleverantörer som konkurrerar med Elos

Mogna segment inom medicinsk teknik tenderar att domineras av ett fåtal stora globala aktörer och så är det även för många av Elos kunder. Dessa anlitar i sin tur ett stort antal underleverantörer för att producera sina produkter. Elos bedömer att de tio största företagen inom Ortopedi har en sammanlagd marknadsandel på över 70%. De i sin tur använder sig av cirka 200 underleverantörer. En del av dessa är specialiserade på smala nischer inom en viss typ av bearbetningsprocess, medan andra är förhållandevis stora aktörer med ett bredare erbjudande. I vissa fall kan produktionens geografiska läge ha stor betydelse för kunderna.

Högre regulatoriska krav gynnar dem som är specialiserade på medtech

De allt viktigare regulatoriska kraven innebär att de som producerar i större utsträckning än tidigare måste anpassa sitt arbetssätt för att uppfylla kraven på dokumentation och spårbarhet. Det gynnar leverantörer som är specialiserade på att producera för kunder verksamma inom medicinsk teknik.

Kunderna är ofta även potentiella konkurrenter, eftersom många kan producera själva

Förutom andra kontraktstillverkare (CDMO = Contract Development & Manufacturing Organization) kan även kunderna själva betraktas som konkurrenter till Elos. De har ofta egen produktionskapacitet och väljer själva om de vill lägga ut produktionen på en CDMO eller tillverka själva.

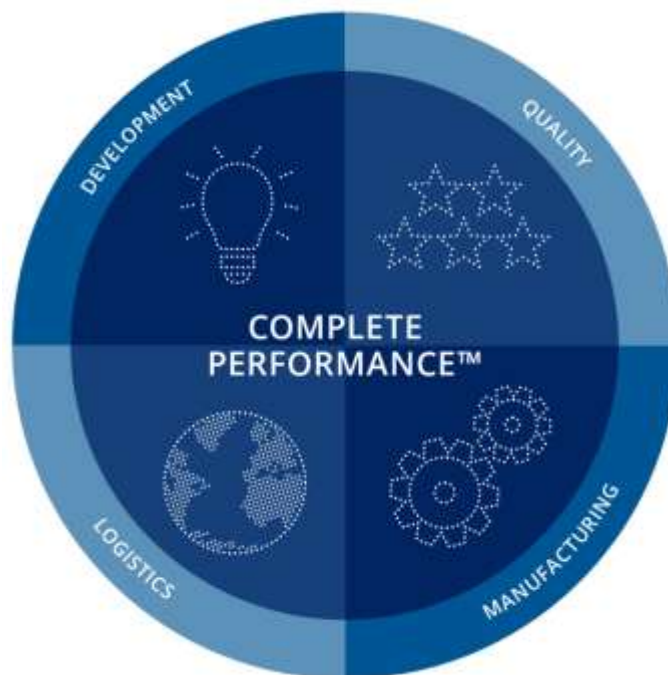
Elos skapar värde för kunden genom ett nära samarbete och en helhetssyn

Ett sätt som Elos bemöter konkurrensen på är att erbjuda en värdeskapande helhetslösning som bolaget kallar för Complete Performance™. Strävan är att jobba nära kunden från tidigt stadium till löpande produktion med tillhörande logistiklösning. Därmed erbjuds en smidig, kostnadseffektiv och flexibel lösning anpassad efter kundens behov.

Elos har en hög kunskapsnivå och en geografisk bredd

Elos är specialiserat på olika typer av metallbearbetning och har även en fabrik dedikerad till formsprutning av plast. Med närvaro i Sverige, Danmark, Kina och USA får de globala kunderna tillgång till olika tillverkningsalternativ. Högt tekniskt kunnande i kombination med en geografisk bredd gör att Elos ofta kan hitta en lösning som är tilltalande för kunderna.

Elos helhetslösning: Complete Performance™



Källa: Elos Medtech

Organisation

De viktigaste dotterbolagen finns i Sverige (Skövde och Skara), Danmark, Kina och USA

Sett ur juridiska ögon är Elos Medtech AB moderbolag och det flyttade sitt säte från Lidköping till Göteborg i november 2016. De viktigaste svenska dotterbolagen är Elos Medtech Timmersdala AB som ligger nära Skövde och Elos Medtech Microplast AB som finns i Skara. I Danmark finns Elos Medtech Pinol A/S som ligger i Hilleröd och dotterbolaget i Kina heter Elos Medtech Tianjin Co Ltd. I USA äger ett holdingbolag Onyx Medical LLC som ligger i Memphis, Tennessee. Samtliga dotterbolag är helägda och Elos äger endast aktier i sina dotterbolag.

Organisationen har centrala funktioner och de viktigaste dotterbolagen har en VD som rapporterar direkt till Elos VD. Läs mer om ledningen i ett separat avsnitt (se "Ledning, styrelse och ägare").

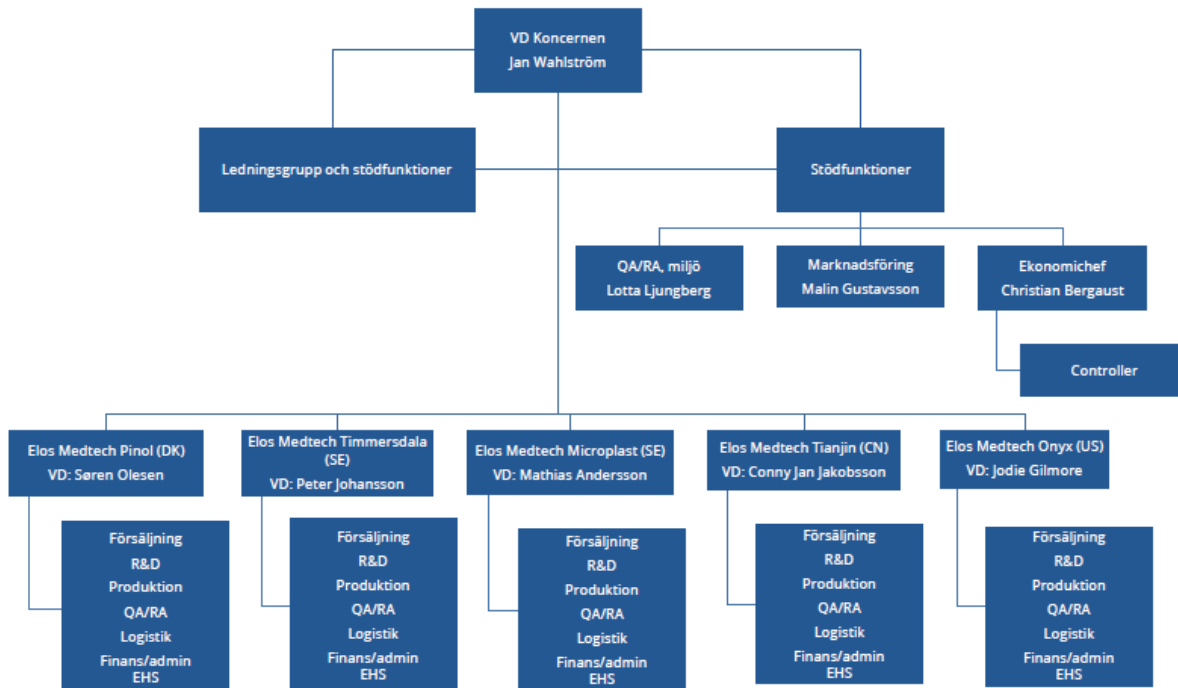
Elos konglomerat-liknande struktur med självständiga dotterbolag...

Elos särredovisar försäljningen i fem olika marknadssegment (se "Marknadssegment") beroende på vilket användningsområde produkterna har. I praktiken innebär det i de flesta fall att en viss kund hör till ett marknadssegment. Däremot speglar det inte fullt ut dotterbolagens verksamheter. Därmed skulle det kunna uppstå situationer med dotterbolag som konkurrerar med varandra istället för att tillvarata koncernens och kundernas bästa. Det finns också en risk att kunder som skulle kunna ha nytta av tjänster från flera enheter inte erbjuds det på grund av dotterbolagsstrukturen.

...kompletteras med ett kundorienterat arbetssätt som ska driva tillväxten.

För att vända sådana potentiella intressekonflikter till fördelar utsågs Jodie Gilmore (VD för Elos Medtech Onyx) till Orthopedic Business Director i november och i februari utsågs Søren Olesen (VD för Elos Medtech Pinol) till Dental Business Director. Därmed kan Elos samordna verksamhet inom de båda marknadssegmenten för att driva tillväxt genom ett mer kundorienterat arbetssätt. Vi är övertygade om att det är rätt väg att gå, även om det kommer bli en omställning från en struktur med självständiga dotterbolag till en struktur där en del har sina närmaste kollegor i ett annat bolag som ligger i ett annat land.

Elos Medtech organisation – men parallellt växer ett mer kundorienterat arbetssätt fram



Källa: Elos Medtech

Historik

Bolaget som nu heter Elos Medtech AB grundades 1923 och hette då Götene Träindustri. Som namnet antyder var det till en början fokus på bolag inom skogsindustrin. 1984 bytte bolaget namn till Westergyllen som 1989 noterades på Stockholmsbörsen. Bolaget förvärvade Fixturlaser 1993 och parallellt växte verksamheten inom medicinsk teknik fram.

2003:
Satsning på medtech

2003 renodlades verksamheten i Timmersdala och koncernen beslutade att stärka sin position inom medicinsk teknik.

2005:
Förvärv av danska Pinol

2005 förvärvades det danska bolaget Pinol med verksamhet inom dentala implantat, hörselhjälpmedel och flergångssprutor för diabetesbehandling.

2008 ändrades namnet från Westergyllen till Elos. Innan dess hade Forshem (numera Götenehus) knoppats av och särnoterats på First North.

2010:
Produktion i Kina

2010 grundades Elos Medtech Tianjin i Kina. Det skedde i nära samverkan med Novo Nordisk som också har en produktionsenhet i Tianjin.

2011:
Förvärv av Microplast

2011 förvärvades Microplast. Det breddade tillverkningskapaciteten från metall till plast.

2014 såldes Fixturlaser, vilket innebar att Elos blivit ett renodlat medtech-bolag. I Q2 2015 bytte Elos namn till Elos Medtech för att understryka förändringen.

2015:
Förvärvet av Onyx öppnar USA-marknaden

2015 förvärvades Onyx Medical. Det stärkte erbjudandet inom Ortopedi betydligt, men framför allt innebar det att Elos Medtech fick en närvaro på den viktiga USA-marknaden. I början av 2015 avtackades Göran Brorsson efter 14 år på VD-posten. Under hans tid transformerades bolaget till ett renodlat medtech-bolag. Förvärvet av Onyx gjordes tillsammans med efterträdaren Johannes Lind-Widestam som tillträdde som VD den 1 februari 2015.

2016:
Jan Wahlström tog över som VD

2016 lämnade Johannes Lind-Widestam posten som VD vid halvårsskiftet. Han genomförde en hel del förändringar innan han accepterade ett erbjudande om att återgå till sin tidigare arbetsgivare inom Assa Abloy-koncernen där han tidigare varit anställd. Han efterträddes av nuvarande VD Jan Wahlström (läs mer i avsnittet "Ledning, styrelse och ägare").

Väsentliga händelser under 2017 och hittills under 2018

Emissionen möjliggör offensiva satsningar och kan vara ett första steg till ytterligare värdeskapande åtgärder

Att ett bolag som Elos valt att ta in SEK 100m för investeringar kan vid en första anblick inte verka så anmärkningsvärt, men bolaget brukar inte vända sig till aktiemarknaden för finansiering. Det kan vara en engångsföreteelse, men vi lutar åt att bolaget närmat sig en punkt där det skulle kunna överväga att till exempel finansiera värdeskapande förvärv genom att ta in kapital från aktieägarna. Vi tror dock inte att det är aktuellt under de närmaste åren.

USA-godkännande ett viktigt första steg

I februari 2018 erhöles ett 510(k)-godkännande av den dentala produkten Elos Abutment Blank för USA-marknaden. Det är en produkt med blygsam försäljning, men det kan mycket väl vara ett första steg av många in på ett område som kan få stor betydelse på några års sikt.

Nytt synsätt på bearbetningen av kunderna

Satsningen på Dental och Ortopedi med dedikerade Business Directors (se föregående sida) är också något som utåt sett kan framstå som en mindre förändring, men i praktiken tror vi att det kan vara ett viktigt steg framåt för hela bolagets arbetssätt, attityd och kundbearbetning.

Ny chef för Timmersdala

Den 14 maj utsågs Sam Svännel till Managing Director/platschef för Elos Medtech i Timmersdala. Det är en stor och viktig del av Elos som har haft utmaningar såväl försäljnings- som lönsamhetsmässigt. Vi tror att förändringen kommer påskynda förbättringsarbetet.

Vårt intryck av Q1-rapporten från 23 april

10% tillväxt i Q1, men
lägre EBIT-marginal

Försäljningen i Q1 växte med 10% och årstakten på SEK 592m var rekordhög. EBIT-marginalen minskade till 7.0 (9.4) procent, men det berodde helt och hållet på att bruttomarginalen minskade till 28.2 (30.7) procent.

Lägre bruttomarginal än
förra året, men högre än
de två föregående
kvartalen

Bruttomarginalen tenderar att variera på grund av exempelvis produktmix och valutafluktuationer och vi har ingen anledning att tro att något strukturellt inträffat. Vi noterar även att nivån i Q1 är högre än i de två föregående kvartalen (Q4: 24.5%; Q3: 26.7%).

Effektivisering och
kundfokus

Fokus såväl internt som externt

Under 2017 har bolaget fokuserat på att effektivisera sina processer internt genom EMOPEX (Elos Medtech Operational Excellence). Externt ligger fokus på att stärka "positionen som nyckelpartner inom utveckling och tillverkning på den globala marknaden för medicinteknik".

Storsatsning på Dental
och Orthopedics...

Bolaget satsar extra mycket på marknadssegmenten Dental Implant Systems och Orthopedics. Två Business Directors har utsetts för att leda de globala marknadsstrategierna och se till att berörda delar av organisationen arbetar på ett samordnat och effektivt sätt.

...kräver investeringar
som nu finansierats
genom en nyemission.

Det är också inom dessa båda områden bolaget ser investeringsbehov för att möta en förväntad efterfrågeökning. Av den nyligen genomförda nyemissionen som alltså inbringade cirka SEK 100m kommer hälften investeras i år och hälften nästa år. Utöver dessa särskilda investeringar kommer bolaget göra "normala" investeringar i verksamheten.

FDA-godkännande inom
Dental öppnar upp en
attraktiv marknad i USA...

Kommande satsningar inom Dental i USA

En viktig händelse under kvartalet var FDA-godkännandet av Elos Abutment Blank i februari, vilket öppnar upp den amerikanska marknaden på ett nytt sätt. Det är en produkt som är godkänd, men vi utgår från att ambitionen är att få ett bredare sortiment godkänt. Det understryks av uttalandet att "fokus ligger närmast på att introducera vårt dentala erbjudande på den amerikanska marknaden".

...men vi är än så länge
återhållsamma med
förväntningarna.

I det här skedet är vi försiktiga med att dra upp förväntningarna. Vi vet inte vilka satsningar bolaget kommer göra, det mesta brukar ta längre tid än man tror och det finns starka konkurrenter på den amerikanska marknaden. Men det är definitivt ett område som skulle kunna utveckla sig betydligt bättre än vi prognosticerat.

Ortopedi återhämtar sig...

Återhämtningen inom Orthopedics på god väg

Inom Ortopedi går återhämtningen i rask takt efter den produktionssvacka som orsakades av att en kund valde att tillverka produkterna själv. Tillväxten i Q1 var 18% jämfört med förra året. I kvartalsrapporten skrev VD att försäljningen är driven av ett par av de större kunderna.

...och pipeline ser lovande
ut.

Bolaget har byggt om produktionsanläggningar och satsar på maskininvesteringar för att ta nya affärer. Det har varit en hög aktivitet med införsäljning av nya projekt, men ledtiden innan produktionen kommer igång och genererar betydande försäljning är relativt lång. Vi tror att vi kommer se ytterligare förbättringar under de närmaste kvartalen.

Läs mer om vad vi anser
om framtiden i
kommande avsnitt

Sammantaget en bra rapport som andas optimism

Bolaget förväntar sig försäljningstillväxt och marginalexpansion från dagens relativt nedtryckta nivå. Tittar vi lite mer på detaljerna är det många aspekter som pekar i rätt riktning. Mer detaljer kring försäljningen finns i nästa avsnitt ("Marknadssegment") och våra prognoser inklusive marginalutvecklingen finns angivna under rubriken "Estimat".

Marknadssegment

Elos Medtech rapporterar försäljning i de fem marknadssegmenten *Dental Implant Systems*, *Diagnostics*, *Hearing Device & Vibration*, *Orthopedics* och *Other Medical Areas*. Parallellt med dessa har bolaget fem produktionsanläggningar: två i Sverige och en per land i Danmark, USA och Kina. Därmed kan en kund inom ett visst marknadssegment erbjudas olika geografiska alternativ. Till viss del kompletterar anläggningarna varandra med olika produktionsteknologier.

Segment indelade efter kundernas verksamhet

Segmenten ger investerare en förståelse för exponeringen...

Elos marknadssegment speglar produkternas användningsområde. För investerare är det en fördel eftersom det tydliggör bolagets exponering mot olika segment som kan ha förutsättningar. Det kan handla om tillväxt och prissättning i slutmarknaden, marknadsförändringar som konsolidering eller benägenhet till outsourcing.

...men syftet är att möta kundernas behov som ett gemensamt företag...

Den huvudsakliga anledningen till segmentsindelningen är att de flesta kunderna hör till ett specifikt segment. Förståelse för kundens behov (oavsett om de är uttalade eller ej), kunskap om olika produktionsalternativ och erfarenhet från liknande produkter är viktiga konkurrensfördelar. Inom medtech är det också viktigt att arbeta i enlighet med de krav som regulatoriska myndigheter ställer på kvalitetssystem.

...vilket är en utmaning för enheter som tidigare drivits relativt självständigt.

Elos Medtech har byggts upp genom att förvärva produktionsanläggningar. Undantaget är verksamheten i Kina som byggdes upp som en sorts systemanläggning till den danska anläggningen. Tidigare har Elos mer fungerat som ett konglomerat med relativt självständiga enheter med lokala chefer. I en sådan struktur finns det en naturlig tendens till benchmarking, rivalitet och till och med konkurrens.

Vi anser att den nya strukturen är rätt väg att gå

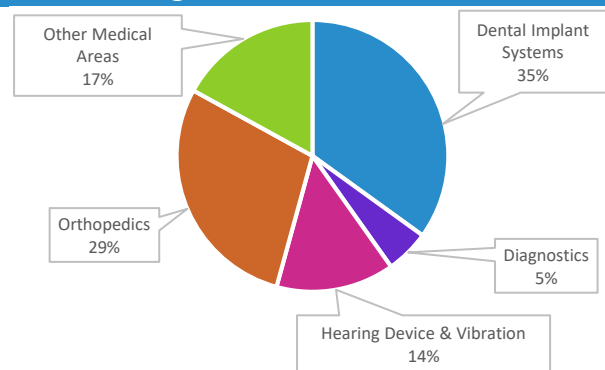
Genom att tillsätta en Business Director för Dental och en för Orthopedics ska de olika delarna samarbeta för såväl kundens som koncernens bästa. Det kan innebära att Orthopedics i USA säljer in projekt till Timmersdala eller att danskar säljer in projekt till Kina. Det kräver förmodligen en del mental omställning, men vi anser att det är rätt väg att gå.

Segmentens relativa storlek och geografisk mix

Vi räknar med en ännu större andel Dental och Orthopedics framöver på grund av högre tillväxt

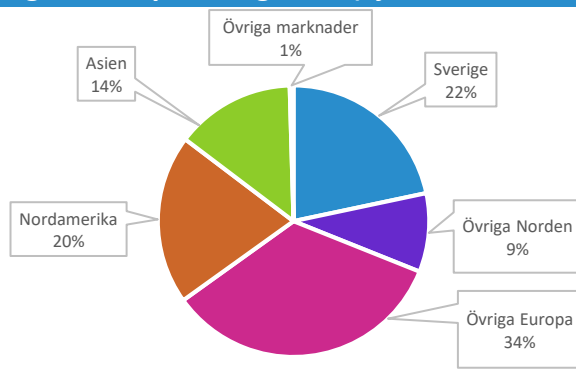
Dental Implant Systems och Orthopedics är de största segmenten och med tanke på satsningarna som görs inom de områdena räknar vi med att den relativa betydelsen av de båda segmenten kommer öka ytterligare. Den geografiska exponeringen i den högre figuren nedan baserar sig på var den beställande kunden är, men många säljer i sin tur globalt. Därmed är det inte samma sak som slutkundernas eller patienternas geografiska fördelning.

Marknadssegment 2017



Källa: Elos Medtech

Geografisk exponering 2017 (ej slutkundernas)



Källa: Elos Medtech

Förändrad segmentsindelning

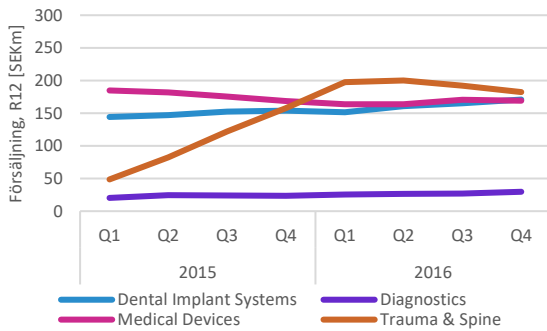
Den nuvarande indelningen har historik sedan 2016...

Elos införde den nuvarande segmentsindelningen i Q1 2017 för att den bättre speglade vilka kunder bolaget jobbar med och hur de kan kategoriseras. Eftersom bolaget redovisat jämförelsetal finns det historik sedan Q1 2016.

...medan den tidigare har historik som sträcker sig tillbaka till 2014.

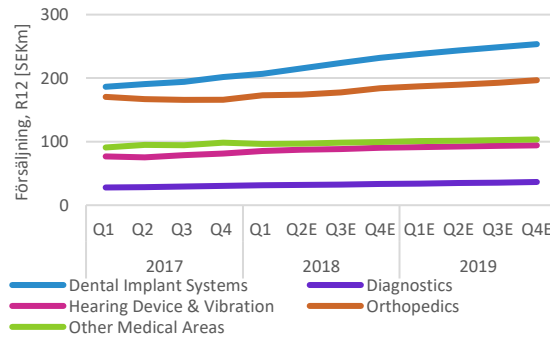
För den tidigare segmentsindelningen finns det kvartalsdata mellan 2014-2016. Den största skillnaden mellan de olika segmentsindelningarna är att det som tidigare kallades Medical Devices delats upp på Hearing Device & Vibration och Other Medical Areas.

Gammal segmentsindelning



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvarande segmentsindelning



Källa: Murgata och bolagsdata

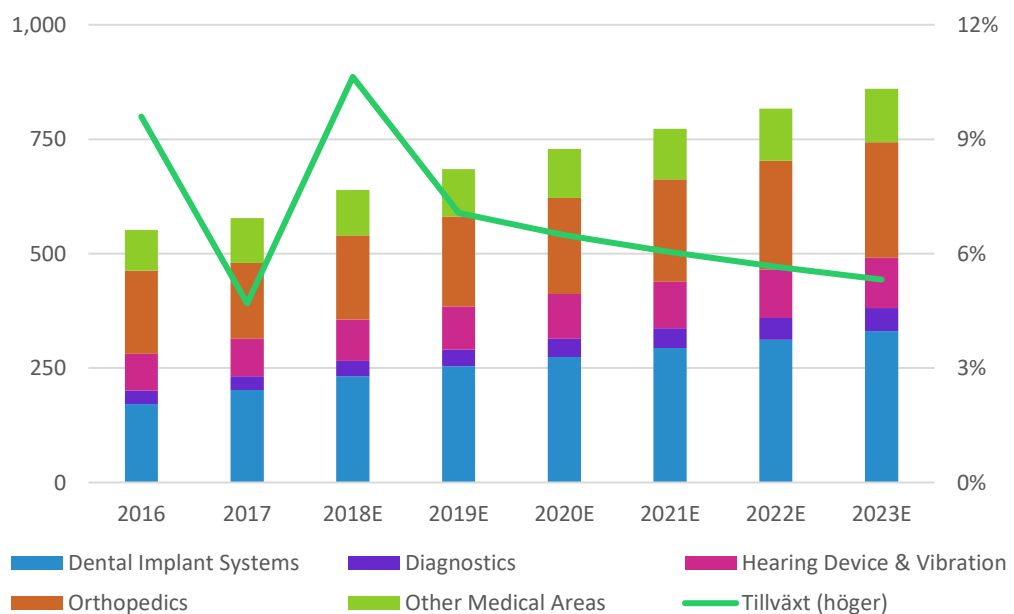
Förvärvet lyfte 2016, kundbortfall sänkte 2017 och vi räknar därför med en hög tillväxt 2018E.

Inom Orthopedics (tidigare Trauma & Spine) innebar förvärvet av Onyx i mitten av Q2 2015 att försäljningens årstakt (figurerna ovan) ökade fram till Q3 2016. Då föll en större kund bort, vilket sänkte årstakt fram tills nu. På helårsbasis (nedan) sänkte det tillväxten 2017 och det medför att jämförelsetalen för 2018 blir relativt enkla. Det förklarar också varför våra estimat innebär en ovanligt hög prognosticerad tillväxt just i år (tillväxten i Q1 var 10%).

Vi är betydligt försiktigare än bolagets målsättningar

Elos mål är att växa med 10% per år och nå en försäljning på 1 miljard kronor 2023E. Våra prognoser är mer återhållsamma än så. Mer om prognoserna per segment på de följande sidorna och mer övergripande om prognoserna i det estimat-avsnittet.

Försäljningsprognoser per segment



Källa: Murgata och bolagsdata

Dental Implant Systems

Förlorade tänder utseende och funktion ersätts med dentala implantat

Dentala implantat används för att ersätta förlorade tänder. Samtidigt som de tekniska lösningarna blivit allt bättre har medvetenheten om metodens fördelar hos såväl patienter som allmäntandläkare ökat. Beroende på vilken eller vilka tänder som saknas kan det finnas estetiska och praktiska skäl för att till exempel kunna tala och äta obehindrat. Tandproteser ("löständer") och olika typer av broar och kronor är billigare och kan ibland vara nödvändiga, men i de flesta fall är implantat som återställer tändernas funktion och utseende att föredra.

Elos har mer än 40 års erfarenhet

Elos Medtech har en lång historik kring just dentala implantat. Redan 1975 initierade bolaget och professor Per-Ingvar Brånemark ett samarbete och tillverkade olika dentala produkter. Brånemark är känd för att ha upptäckt titans förmåga att integreras med benvävnad och lade grunden för den kommersiella framväxten av dentala implantat.

Kunder

Majoriteten av de största implantatbolagen är kunder till Elos

Elos är kontraktstillverkare och underleverantör till majoriteten av de globalt största dentala implantatbolagen. Regulatoriska krav och önskemål om kortare ledtider i produktionen gör att bolagen strävar efter att minska antalet leverantörer. Det gynnar Elos relativt mindre konkurrenter eftersom den etablerade positionen, långa erfarenheten och förhållandevis stora produktionsvolymerna är viktiga faktorer. Regulatorisk förståelse, kompetens inom utveckling, god kvalitet och leveranssäkerhet värderas också högt när bolagen ska välja samarbetspartners. Elos har numera produktionskapacitet i Norden, USA och Kina, vilket kan ha betydelse när globala bolag ser över sina leverantörer.

Fixturer och protetik, men inte den synliga delen av "tanden"

Elos tillverkar instrument och implantatets "osynliga" delar

Grunden som lades för ca 40 år sedan i kombination med fortsatt utveckling och breddning av sortimentet har inneburit att bolaget har en stark position inom dentala implantat. De viktigaste produkterna är fixturer (implantatet som skrivs fast i käkbenet), komponenter för implantatburen protetik (som fäster "tanden" i skruven som efter en tid integrerats med benet) och instrument för dental implantatbehandling. Den synliga delen av tandimplantatet tillverkas däremot inte av Elos.

Elos Cresco-produkterna läggs ned...

Försäljningen av den gamla trotjänaren upphör, men...

Elos har beslutat att upphöra med tillverkningen av de mer än 20 år gamla Cresco-produkterna. Elos tillverkade produkterna för Dentsply Implants, men tog över ansvaret för produkterna i oktober 2014. Produkterna som finns kvar i lager såldes fram till och med den 15 maj 2018. Vi har inte räknat med några påtagliga effekter i positiv (lagerrensning) eller negativ riktning (tappad försäljning) som en följd av att produkterna utgår från sortimentet. Om Q2-rapporten påverkas av sådana faktorer bör de rimligen vara av engångskaraktär.

...och ersätts av Elos Accurate

... de flesta kunderna har redan gått över till modern teknik.

Elos Accurate är ett modernt system som bygger på att munnen scannas och produkterna anpassas exakt till den verkliga geometrin, bland annat genom 3D-printing. Elos mjukvara är kompatibel med vanligt förekommande scanners och 3D-printrar som är standardutrustning för moderna klinker. Men det innebär också att de som har använt en den äldre tekniken och köpt Cresco-produkterna kommer behöva investera i ny utrustning för att fortsätta vara kunder hos Elos. Förändringen är till stor del redan genomförd bland Elos befintliga kunder.

Digitaliseringen av tandvården utgör en viss inträdesbarriär eftersom det kräver investeringar, men vi bedömer inte att det kommer ha någon påtagligt negativ inverkan på antalet patienter som behandlas. Tvärtom innebär teknikutvecklingen att patienter behandlas på ett rationellt sätt och erhåller ett gott resultat. Det bör på sikt vara gynnsamt för patienttillströmningen.

Digitalisering av tandvård en fördel för patienter

Egna produkter: Tillväxt och lönsamhet

Egna produkter ger tillväxtpotential med attraktiv lönsamhet...

Elos är främst en kontraktstillverkare, men driver parallellt utveckling, tillverkning och försäljning av egna produkter. De allra flesta egna produkterna hör till det dentala marknadssegmentet. Det är både OEM-produkter (som säljs under kunders varumärken) och produkter som marknadsförs under Elos varumärke.

...och utgör cirka 10% av försäljningen jämfört med ambitionen på 13%.

Idag utgör egna produkter cirka 10% av Elos försäljning. Cirka 8% är OEM-produkter och drygt 2% säljs via webshop och distributörsnätverk. Området har goda förutsättningar för tillväxt och Elos finansiella mål är att öka andelen egna produkter till 13%. Dessutom har produkterna generellt högre marginaler än genomsnittet. Ett exempel på produkt som kommit att bli en storsäljare både som OEM-produkt och under eget varumärke är en momentnyckel.

Den dentala USA-marknaden öppnar upp sig

Elos fick FDA-godkännande för första dentala produkten i februari

I samband med att Søren Olesen i mitten av februari utsågs till Dental Business Director framhöll han att de kommer genomföra betydande investeringar i området och såg fram emot en fortsatt god utveckling. Dessutom nämnde han att de är redo att ta "ta oss in på den amerikanska marknaden med våra dentala produkter". Några dagar senare fick Elos sitt första 510(k)-godkännande för en dental produkt (Elos Abutment Blank) från FDA. Självklart bör avsikten vara att ha en bredare portfölj med produkter. Elos bedömer att den nordamerikanska marknaden för dentala implantat utgör 35% av världsmarknaden.

Prognoser

Elos är välpositionerade inom det dentala området...

Det dentala området har goda tillväxtförutsättningar. Den underliggande marknaden bedöms växa med omkring 5%, men med något högre volymtillväxt eftersom marknadstillväxten inkluderar prispress. Elos satsning på egna produkter talar också för en högre tillväxt än marknaden. Elos är välpositionerat inför de förändringar som sker med digitaliseringen av tandvård. Samtidigt kan marknadsdynamiken förändras på sätt som är svåra att förutsäga idag, men det är en relativt trögrörlig bransch och det kan gynna flexibla aktörer som Elos.

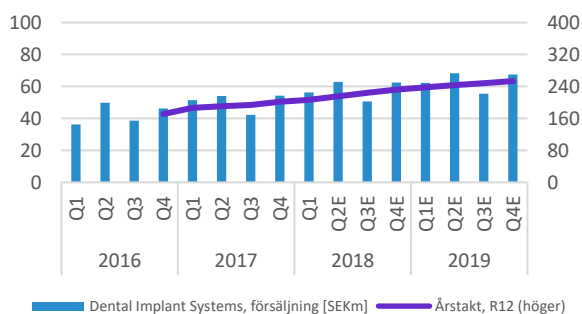
...och USA-satsningen kan innebära en betydande potential...

Satsningen på USA befinner sig i ett tidigt skede och det återstår att se hur betydelsefull den kommer bli för Elos. Potentialen är stor, men det är en marknad med hård konkurrens och vi anser att det åtminstone tar tid att etablera en stark position på den marknaden. Samtidigt krävs inte så mycket för att satsningarna ska få en betydande inverkan på Elos försäljning.

...men vår prognos är återhållsam på grund av den initiala osäkerheten.

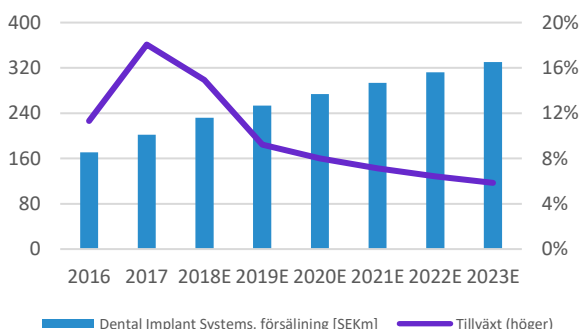
Sammantaget betraktar vi vår prognos som återhållsam och bolaget har goda möjligheter att övertäffa våra förväntningar. Vi anser dock att det är befogat att hålla nere förväntningarna i det här tidiga skedet eftersom det nästan alltid tar längre tid att etablera en stark position på en ny marknad än man inledningsvis anser vara rimligt.

Dental Implant Systems: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Dental Implant Systems: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Orthopedics

Segmentet kallades tidigare Trauma & Spine

Affärssegmentet Orthopedics tillverkar implantat, skruvar, plattor, olika typer av borrar och andra instrument. Ortopedimarknaden kan i sin tur delas in i olika segment, till exempel trauma, ryggrad, ledrekonstruktion, artroskopi med flera. Beroende på applikation genomgår vissa produkter olika typer av efterbehandlingar.

Förvärvet av Onyx slutfördes 23 april 2015

Elos köpte Onyx Medical under 2015 och tog därmed sitt första steg till USA. Förutom den geografiska expansionen till den viktiga amerikanska marknaden stärktes även erbjudandet betydligt för produkter inom trauma och ryggrad. Fler kunder och potential till synergier med andra delar av Elos var också viktiga drivkrafter. Hälften av investeringarna som den nyligen genomförda nyemissionen ska finansiera kommer utföras i den amerikanska anläggningen i syfte att fördubbla produktionskapaciteten.

Betydande produktionsbortfall när kund började tillverka själv...

Kundbortfall ledde till en svag period

I rapporten för Q3 2016 meddelade bolaget att en av Onyx kunder i USA flyttat en produkt till egen tillverkning. Det innebar kraftigt minskade produktionsvolymerna samtidigt som flera kunder minskade på produktionstakten inför årsskiftet för att minska sina lagernivåer.

...men Elos uppger att de mer än väl lyckats kompensera för det.

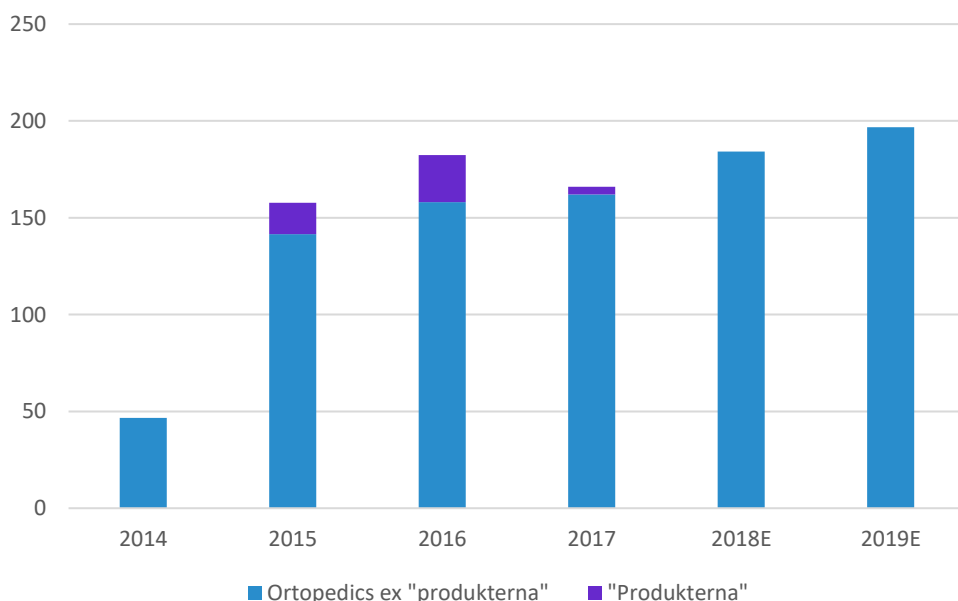
Elos bemötte kundbortfallet med att intensifiera sina ansträngningar för att ta in nya uppdrag från såväl nya som befintliga kunder för att fylla upp den frigjorda kapaciteten. Det är förhållandevis lång ledtid innan produktionen kommer igång och genererar intäkter. I Q3 2017 uppgav bolaget att det hade ett stort inflöde av nya affärer och att de "inte bara lyckats ersätta tidigare tappad order utan kan nu öka takten".

Produkternas andel av Elos totala omsättning:

2015: 3.2%
2016: 4.4%
2017: 0.8%

I prospektet som Elos släppte inför emissionen finns ytterligare pusselbitar. Elos har nämligen tillverkat och sålt produkter för två australienska bolag som stämt Elos utan att specificera något belopp. Därefter har de valt att tillverka på egen hand. Elos bedömer att "stämningen saknar grund och kommer bestrida kravet i dess helhet". Vi har inte inkluderat något belopp i vår prognos, men utesluter inte att det kan få en finansiell inverkan. Baserat på den begränsade information vi har tillgång till bedömer vi att nivån i så fall skulle bli begränsad och dessutom av engångskaraktär, men vi understryker att utfallet är osäkert.

Betydande produktionsbortfall – men stabilt underliggande



Källa: Murgata och bolagsdata

Prognoser

Dynamiken med produktionsbortfallet har påverkat de senaste årens historik betydligt. 2015 påverkades segmentet positivt av förvärvet av Onyx. Förvärvet lyfte tillväxten även 2016, eftersom hela året påverkades (köpet slutfördes 23 april 2015).

Vi börjar med att titta på hur mycket försäljning som föll bort när storkunden lämnade...

Justerar vi försäljningen för produkterna som nu fallit bort på det sätt som gjordes i föregående graf var tillväxten under 2017 cirka 2.5%.

Så varför är det relevant att ta upp under rubriken "prognoser"? Jo, produktionsbortfallet stod för 4.4% under helåret 2016, men bortfallet påverkade främst Q3 och Q4 negativt. Under 2015 var inte hela året inkluderat på grund av att förvärvet skedde under året.

...och kan konstatera att vår prognos för de närmaste två åren i stort sett bara kräver att den ersätts...

Det är alltså inte orimligt att anta att en "normal" årstakt kan ha uppgått till över 30 miljoner kronor. Det är ungefär samma storleksordning på ökning som vi förväntar oss från 2017 (justerat för det lilla bortfallet) till 2019E. Uttryckt annorlunda skulle det räcka med att ersätta produktionsbortfallet under 2018 och 2019 för att leva upp till vår prognos.

...vilket bolaget indikerar mer eller mindre redan har skett.

Det kan ses i ljuset av bolagets positiva uttalanden om att de mer än väl lyckats kompensera för produktionsbortfallet. Antalet kundförfrågningar har "ökat markant" och de upplever ett stort inflöde av nya affärer och kundprojekt. Man bör dock ha i åtanke att det tar tid från kunden signerat ett avtal tills produktionen är igång och genererar intäkter för Elos.

Mer outsourcing gör att kontraktstillverkarnas marknad växer snabbare än marknaden

Samtidigt pågår en konsolidering i marknaden och de tio största bolagen har ungefär 70% sammanlagd marknadsandel. De i sin tur anlitar ett stort antal underleverantörer som Elos uppskattar till över 200 stycken. En trend är att andelen outsourcing ökar, vilket innebär att marknaden för outsourcad ortopedi förväntas växa betydligt mer än den underliggande marknaden under de närmaste åren.

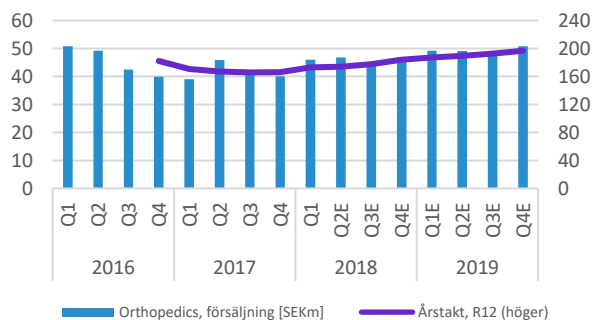
Färre underleverantörer innebär såväl hot som möjlighet...

Den andra trenden är att de större bolagen strävar efter att minska antalet produkter och övergå till färre leverantörer. För Elos del kan det innebära ett hot (om man inte är framgångsrik med att ta ordrar) eller en möjlighet (om kunderna i större utsträckning väljer att anlita just Elos). Elos gör betydande strategiska satsningar under ledning av Jodie Gilmore (Onyx VD) för att utnyttja möjligheterna.

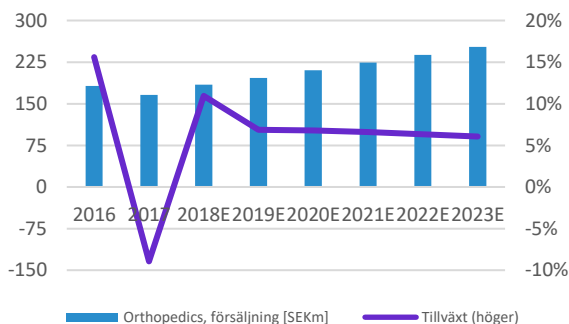
...och Elos satsar hårt för att utnyttja möjligheterna.

Cirka hälften av de 100 miljoner kronorna som togs in i emissionen kommer alltså gå till att investera för framtida tillväxt inom ortopedi. Det är uppenbart att ledningen anser att segmentet är lovande. Vi håller med, men har tagit höjd för en viss tröghet i marknaden. Vi räknar även med medvind från valutor under framför allt andra halvan av 2018E.

Orthopedics: Kvartal



Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Diagnostics

Diagnostics tillverkar framför allt formsprutade produkter av plast med höga krav

Affärssegmentet Diagnostics tillverkar plastprodukter som framför allt används för engångsbruk. Elos övriga segment är främst inriktade på bearbetning av metall, medan Diagnostics huvudsakligen formsprutar olika plastdetaljer med höga krav på reproducerbarhet, renhet och/eller med snäva toleranser rent geometriskt. Diagnostik kräver ofta hög kvalitet på plastprodukterna eftersom de används vid känsliga kliniska analyser som allergitester, för att diagnosticera autoimmuna sjukdomar med mera.

Ökad kapacitet ger utrymme för tillväxt

Verksamheten bedrivs vid Microplast i Skara som förvärvades 2011. Under 2016 slutfördes en utbyggnad av anläggningen som möjliggör en fördubbling av produktionskapaciteten. Affärssegmentet är det minsta, men har god lönsamhet och lovande tillväxtutsikter.

Tätt samarbete med Vitrolife

Vitrolife har tagit fram engångsprodukter av plast (Vitrolife Labware) som används vid assisterad befruktning (in vitro-fertilisering, IVF).

Vitrolifes produkter för fertilisering ställer höga krav på materialet...

Väldigt förenklat innebär en sådan behandling att befruktningen äger rum utanför kroppen och när celldelningen kommit ingång överförs embryot till kvinnan för att förhoppningsvis fortsätta som en normal graviditet. Det är dock en process som är väldigt känslig för störningar. Det är inte ovanligt att omkring tio olika plastprodukter kommer i kontakt med spermie, ägg och embryon innan proceduren slutförts.

...och Elos tillverkar produkter som anpassats särskilt för den miljön...

Vitrolife har tillsammans med Elos minimerat toxicitet genom noga kontroll av utgångsmaterial och begränsat tillsatser och andra hjälpmedel som normalt används vid formsprutning. Hög temperatur vid tillverkning och sterilisering kan också bilda toxiska nedbrytningsprodukter och därför har tillverkningstemperaturen hållits nere.

...och som utvecklats för dessa speciella krav.

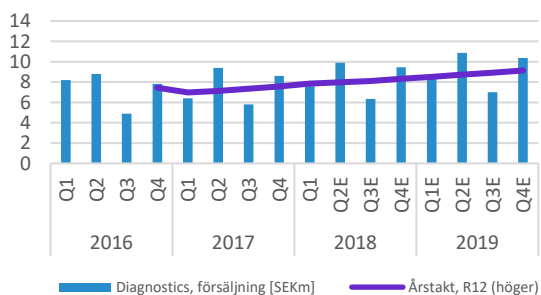
Förutom materialegenskaperna har produkterna anpassats till IVF-miljön redan på designstadiet. Det handlar till exempel om att konstruera en geometri som underlättar för att embryot ska kunna hålla en jämn och avsedd temperatur. Dessutom har praktiska hänsyn tagits för att underlätta hantering, märkning med mera. Båda företagen har vana att arbeta i enlighet med de krav som ställs av regulatoriska myndigheter som FDA.

Prognoser

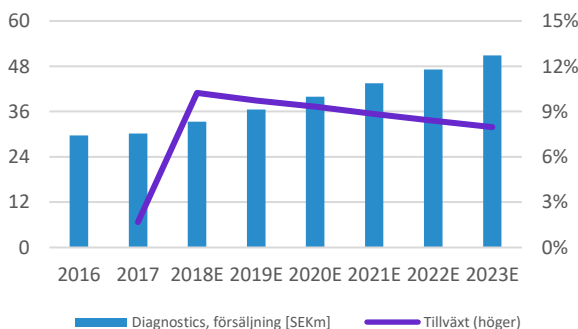
Elos minsta segment, men med goda tillväxtutsikter

När 2017 summerades för Diagnostics stannade tillväxten på 1.7%. Det berodde framför allt på ogynnsamma kvartalsvariationer i början av året. Därmed bör jämförelsetalen för 2018 bli enkla och de förklarar att vi prognosticerar 10.2% tillväxt 2018E, för att därefter avta gradvis. Bolaget har upprepade gånger framhållit den goda tillväxtpotentialen i Diagnostics.

Diagnostics: Kvartal



Diagnostics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Hearing Device & Vibration

Benförankrade hörselimplantat är en viktig produktkategori

Marknadssegmentet Hearing Device & Vibration är som namnet antyder bland annat fokuserat på produkter som används av hörselskadade. En viktig produkt för Elos i segmentet är benförankrade hörselimplantat som har en del inskruvad i skallbenet och via den leder ljudet till innerörat. Därmed finns det likheter med dentala implantat som också förankras i ben.

Utveckling för produktion är särskilt viktigt när kraven är höga

Elos tillverkar även komponenter för traditionella hörapparater och instrument som mäter ljud- och vibrationskvalitet. En hel del av produkterna är små och komplexa med krävande specifikationer och snäva toleranser. Elos föredrar att vara med tidigt i utvecklingsfasen för att slutresultatet ska bli bra, men framför allt för att tillverkningen ska bli optimal ur såväl praktisk som ekonomisk synvinkel. Elos erfarenhet inom området bäddar för att de utvecklade produkterna uppfyller de regulatoriska kraven som ställs på produkterna.

Förändring på grund av teknikutveckling...

Elos förväntar sig att de tekniska framstegen inom området leder till en intensifierad produktutveckling under de närmaste åren. Ett exempel är att benförankrade implantat placeras under huden och kommunicerar med de yttre komponenterna via en magnet ovanpå huden istället för att implantatet går igenom huden.

...och press på kundernas kostnader.

Ökad kostnadsmedvetenhet slår mot implantattillverkarnas lönsamhet och det kan innebära att en del av kostnadspressen drabbar underleverantörer, även om varje enskilt kontrakt inte bör påverkas av om det skulle ske prisförändringar i slutledet.

Prognoser

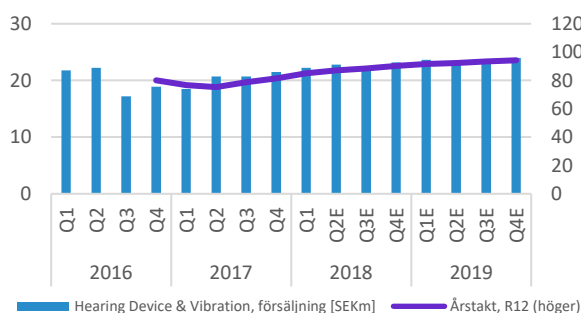
Svagt under slutet av 2016 och början av 2017 ger enkla jämförelsetal...

Vi räknar med att tillväxten blir lägre än den varit under de senaste åren, men andra halvåret 2016 och inledningen av 2017 var en svag period. Såväl rapporterad försäljning som kommentarer från ledningen gör att vi förväntar oss en normalisering. De relativt enkla jämförelsetalen i början av 2017 innebar att tillväxttakten för helåret stannade på 1.6% trots att även 2016 var svagt. Vår prognos är inte särskilt spektakulär när den betraktas kvartalsvis, men normaliseringen vi förväntar oss innebär att tillväxttakten 2018E blir förhållandevis hög.

...som gör att vi räknar med relativt hög tillväxt under 2018E.

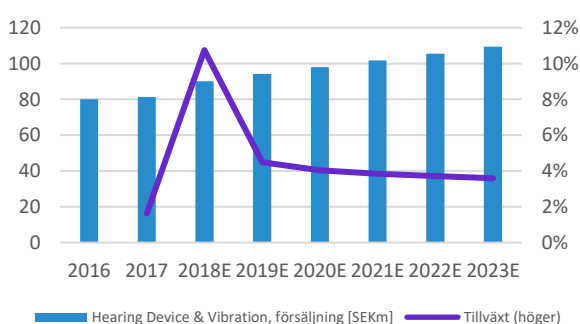
I prospektet som Elos släppte inför den nyligen genomförda emissionen skrev bolaget att "marknaden för benförankrade hörselimplantat uppgår till 150 miljoner USD med en tillväxt på över 10 procent per år. Tillväxten har varit relativt hög under de senaste åren men bedöms nu minska". Området för hörseljälpmedel gynnas av den åldrande befolkningen, men olika segment kommer skilja sig åt och när vi läser om olika aktörers framtidsutsikter går bedömningarna isär. Vi känner inte heller till alla detaljer kring Elos exponering i segmentet. Vi modellerar med 10.7% tillväxt 2018E, med en gradvis nedgång till ca 4% närmaste åren.

Hearing Device & Vibration: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Hearing Device & Vibration: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Other Medical Areas

Viktigare än det låter:
Största kunden och...

Som namnet antyder är det här marknadssegmentet brett, men det är viktigare än det låter. Här finns nämligen komponenter till insulinpennor för flergångsbruk som produceras för Novo Nordisk som under en lång period varit största kunden. Andra produkter som bolaget nämner är komponenter till neuro- och hjärtkirurgi, plastdetaljer till pacemakers och komponenter för strålterapi. Exakt vilka produkter det är och för vem de produceras är inte offentligt.

...utveckling för att dra
nytta av synergier.

Ett viktigt utvecklingsområde för koncernen är att hitta synergier mellan de olika produktområdena och produktionsanläggningarna. Det kan till exempel handla om att utveckla och producera metallprodukter i Timmersdala, Danmark, USA eller Kina som sedan förses med detaljer av plast som formsprutas i Skara. Den typen av specialiserade produkter passar inte in i andra segment och kommer därför troligen räknas till Other Medical Areas.

Delar till insulinpennor för Novo Nordisk

Höga krav på insulin doser
innebär höga krav på
komponenterna

Insulin ges i små mängder och såväl för låg som för hög dos kan i princip innebära att patienten dör. Således ställs extremt höga krav på dosnoggrannhet och tillförlitlighet. Översätter man de medicinska kraven till specifikationer på insulinpennors kritiska komponenter inser man att tillverkningen av dessa måste ske med hög noggrannhet.

Elos byggde fabrik i
närheten av Novos
anläggning i Kina

Det danska dotterbolaget Elos Pinol har sedan 1985 varit med vid utvecklingen och tillverkat mekanikkomponenter till Novo Nordisk i Hilleröd i Danmark. Under 2009 meddelades att Elos och Novo Nordisk träffat ett utvecklings- och produktionssamarbete som även innebar att Elos skulle bygga en fabrik i Tianjin i Kina där Novo Nordisk har en anläggning.

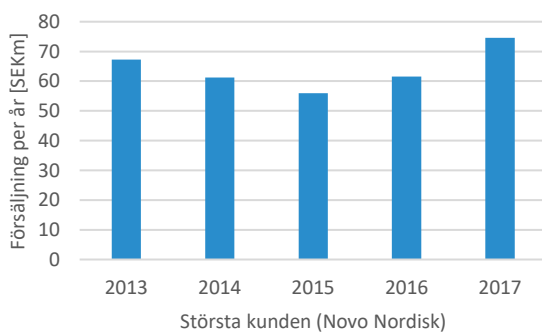
Största kundens
lagerjusteringar sänkte
Elos försäljning 2015

Elos Medtech är inte längre så tydligt med vilka kunder de har, men i samband med en produktionssvacka i Kina som inträffade under andra halvan av 2015 namngavs Novo Nordisk. Förklaringen uppgavs vara "lagerjusteringar", vilket slog hårt mot Q3 och Q4 2015 precis som bolaget flaggade för i Q2-rapporten. Om man tar hänsyn till den ovanligt starka försäljningen kring årsskiftet 2014/2015 tycks den negativa inverkan (se Medical Devices i grafen nere till höger) ha varit ca SEK 20m i Q3+Q4 2015. Det hade en rejält negativ inverkan på lönsamheten under 2015 på grund av outnyttjad produktionskapacitet. Sedan början av 2017 ingår försäljningen till Novo Nordisk i segmentet Other Medical Areas (med historik för 2016).

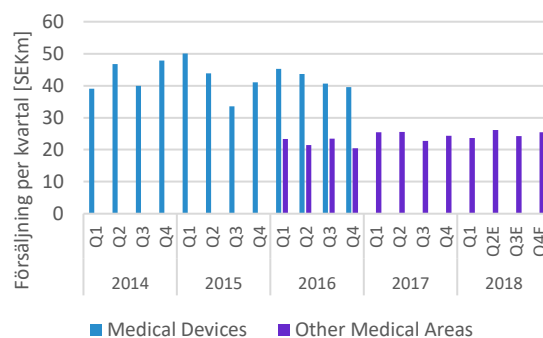
Novo Nordisk
särredovisas "ofrivilligt" i
årsredovisningarna och
2017 var ett rekordår

Elos rapporterar den största kundens försäljning i årsredovisningarna och vi utgår från att det har varit Novo Nordisk under hela perioden (figuren nere till vänster). Försäljningen under 2016 var på samma nivå som under 2014 och den dramatiska nedgången under andra halvåret 2015 maskeras delvis av att det första halvåret var ovanligt starkt. Den positiva utvecklingen har fortsatt och 2017 var försäljningen till Novo Nordisk rekordhög.

Försäljning till Novo Nordisk (år)



Segment inkl. Novo Nordisk (kvartal)



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Prognoser

75% av försäljningen i segmentet är till Novo Nordisk

Segmentet Other Medical Areas hade 2017 försäljning på 98.3 (88.9) SEKm. I årsredovisningen för 2017 framgår att försäljningen till en enskild kund (som vi alltså utgår från är Novo Nordisk) var 74.6 (61.6) SEKm. Eftersom Novo Nordisk hör till Other Medical Areas kan vi konstatera att övrig försäljning i marknadssegmentet minskat till 23.7 (27.3) SEKm.

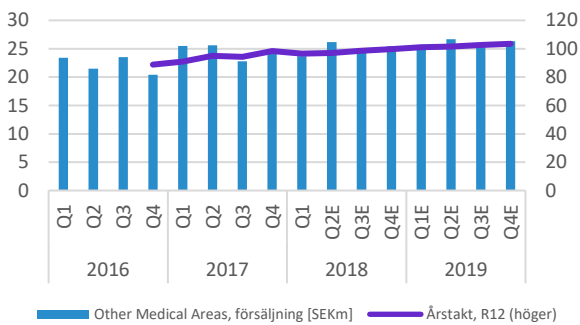
Övriga produkter minskade under 2017

Övriga produkter inom segmentet (se föregående sida) är av olika karaktärer och Elos redovisar inte vilka som minskat och varför. Men bolagets ambition att hitta synergier mellan olika områden gör att det bör finnas möjligheter att växa försäljningen inom den delen av segmentet från nivåer som vi antar är i stort sett obefintliga idag. Det är dock rimligen mer komplext att implementera den typen av produktion på två anläggningar i nära samråd med kunden.

Satsningar på innovativa produkter bör kunna växa snabbare än insulinpennorna

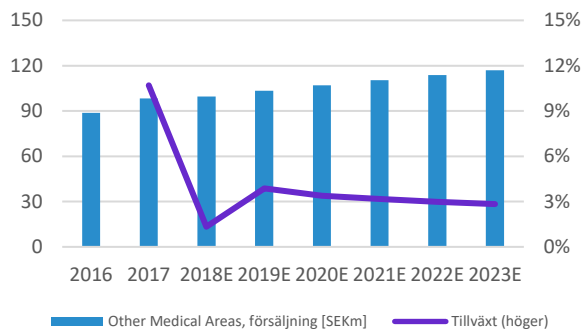
I dagsläget består alltså segmentets försäljning till cirka 75% av komponenterna till insulinpennor. Vi lägger ingen explicit prognos på produktnivå eftersom vi inte kommer kunna stämma av den löpande mot utfallet. Vi ser en klar potential att växa övriga produkter och skulle inte bli förvånade om tillväxten överstiger den för insulinpennorna, så produktmixen i segmentet blir mer balanserad än den är idag.

Other Medical Areas: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Other Medical Areas: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Estimat

I det här avsnittet sammanfattar vi först försäljningsprognoserna och därefter resultaträkningen. Mer om försäljningsantagandena finns även i avsnittet om Marknadssegment. Vi har även ett avsnitt om våra förväntningar kring utdelning och investeringar. Våra estimat för resultaträkning, balansräkning och kassaflöde på årsbasis återfinns längst bak i analysen.

Försäljningsestimat

Mer resonemang kring försäljningsantagandena finns i föregående avsnitt

Vi prognosticerar försäljningen per marknadssegment och har beskrivit mer bakgrund och diskussion kring historik, prognoser och antaganden i det föregående avsnittet. I vår modell har vi estimerat valutaexponeringen per marknadssegment.

Vi redovisar prognoserna som bolaget rapporterar

Liksom bolaget redovisar vi bara rapporterad tillväxt per segment, men för den totala försäljningen anger vi även organisk tillväxt i lokala valutor. Den nya segmentsindelningen har tillämpats sedan 2017 med jämförelsetal sedan 2016. Mellan åren 2014-2016 tillämpades en delvis annorlunda indelning.

Försäljning per kvartal

10.6% tillväxt 2018E

Vi förväntar oss 10.6% rapporterad tillväxt för hela 2018E inklusive medvind från valutor (8.3% tillväxt i oförändrade valutakurser).

Flera svaga segment under början av 2017 ger enkla jämförelsetal för 2018E

Vi räknar med att alla segment utom ett (Other Medical Areas) växer med över 10% inklusive valutaeffekter under 2018E. Förändringarna i det perspektivet åskådliggörs bäst genom att jämföra våra förväntningar per kvartal. Vi förväntar oss att satsningarna inom Dental visar sig i försäljningssiffrorna. Diagnostics hade hög tillväxt i Q1, men till stor del på grund av ett enkelt jämförelsekvartal. Hearing Device & Vibration hade också ett svagt första halvår 2017. Det gav 20% tillväxt i Q1 och vi räknar med 10% i Q2. Ortopedi har haft en tuff period på grund av produktionsbortfallet, men vi räknar god tillväxt 2018E på grund av återhämtningen.

Försäljning per segment

[SEKm]	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
Dental Implant Systems	51.5	54.0	42.2	54.3	56.2	62.8	50.7	62.5
Diagnostics	6.4	9.4	5.8	8.6	7.6	9.9	6.3	9.5
Hearing Device & Vibration	18.5	20.7	20.7	21.5	22.2	22.8	22.0	23.2
Orthopedics	39.0	45.9	41.0	40.1	46.0	46.8	44.5	46.8
Other Medical Areas	25.5	25.6	22.8	24.4	23.7	26.2	24.3	25.4
Totalt	140.9	155.6	132.5	148.9	155.7	168.5	147.7	167.4
Tillväxt								
Dental Implant Systems	42.3%	8.2%	9.0%	17.3%	9.1%	16.2%	20.0%	15.1%
Diagnostics	-22.0%	6.8%	18.4%	10.3%	18.8%	5.4%	9.0%	10.1%
Hearing Device & Vibration	-15.1%	-6.8%	20.3%	13.8%	20.0%	10.0%	6.3%	7.8%
Orthopedics	-23.2%	-6.7%	-3.3%	0.5%	17.9%	2.0%	8.5%	16.8%
Other Medical Areas	9.0%	19.1%	-3.0%	19.6%	-7.1%	2.3%	6.5%	4.2%
Totalt	0.4%	2.6%	4.6%	11.7%	10.5%	8.3%	11.5%	12.5%
Tillväxt lokala valutor	-1.7%	-0.1%	3.1%	11.3%	11.2%	6.2%	7.3%	8.6%

Källa: Murgata och bolagsdata

Försäljning per år

Om satsningarna inom Dental slår väl ut kommer vi behöva höja våra estimat

Vi förväntar oss alltså 10.6% rapporterad tillväxt 2018E. Inom Dental Implant systems räknar vi med drygt 9% tillväxt 2019E följt av en gradvis avtagande tillväxttakt. Med tanke på bolagets satsningar inom området siktar Elos förmodligen högre än så. En faktor som skulle kunna lyfta försäljningen betydligt över våra estimat är om bolaget blir framgångsrikt med nya produkter i USA, men vi anser att det är alltför tidigt att utgå från att så blir fallet.

Orthopedics skulle också kunna överträffa våra förväntningar

Det andra området som Elos satsar rejält på är Orthopedics. Produktionsbortfallet slog hårt mot 2017 och återhämtningen går i rask takt. Elos kommer fördubbla produktionskapaciteten hos Onyx i USA, men det kommer rimligen ta tid innan lokalerna tas i bruk och ännu längre tid innan kapaciteten fyllts upp ordentligt.

Diagnostics har en hög tillväxt från låga nivåer, medan vi förväntar oss att Hearing Device & Vibration och Other Medical Areas har en lägre tillväxt som ligger närmare de underliggande marknadernas takt.

Försäljning per segment

[SEKm]	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Dental Implant Systems		171.1	202.0	232.1	253.5	273.8	293.3	312.2
Diagnostics		29.7	30.2	33.3	36.5	39.9	43.5	47.1
Hearing Device & Vibration		80.1	81.4	90.1	94.2	98.0	101.8	105.5
Orthopedics		182.3	166.0	184.1	196.8	210.2	224.0	238.1
Other Medical Areas		88.8	98.3	99.6	103.5	107.0	110.4	113.7
Totalt	503.7	552.0	577.9	639.3	684.5	728.9	772.9	816.6
Tillväxt								
Dental Implant Systems			18.1%	14.9%	9.2%	8.0%	7.1%	6.4%
Diagnostics			1.7%	10.2%	9.7%	9.3%	8.8%	8.4%
Hearing Device & Vibration			1.6%	10.7%	4.5%	4.0%	3.8%	3.7%
Orthopedics			-8.9%	10.9%	6.9%	6.8%	6.6%	6.3%
Other Medical Areas			10.7%	1.3%	3.9%	3.4%	3.2%	3.0%
Totalt	32.2%	9.6%	4.7%	10.6%	7.1%	6.5%	6.0%	5.7%
Tillväxt lokala valutor	26.4%	10.1%	4.3%	8.3%	6.5%	6.5%	6.0%	5.7%

Källa: Murgata och bolagsdata

Vi räknar med att valutor lyfter försäljningen med 2.3% 2018E, men...

Vi modellerar 2.3% medvind från valutor under 2018E följt av 0.6% 2019E. Valutarörelserna har varit betydande under inledningen av 2018 och det vore inte förvånande om osäkerheten fortsätter. Vi spekulerar inte i valutakursrörelser, utan antar att valutakurserna kommer ligga still på ungefär samma nivå som nu. Därmed sträcker sig valutaeffekterna ett drygt år längre än det senast rapporterade kvartalet.

...man bör komma ihåg att bolagets kostnader i USD ökar i SEK-termer.

Den amerikanska dollarn (SEK/USD) har haft störst inverkan på den rapporterade försäljningen, men man bör ha i åtanke att bolaget även har kostnader i USD sedan förvärvet av Onyx under 2015. Därmed blir resultatpåverkan av dollarfluktuationer mindre än om Elos inte hade haft verksamhet i USA. Drygt hälften av lånen (SEK 131.9m) på totalt SEK 237.4m var i slutet av 2017 upptagna i USD. Elos hade även lån i svenska kronor (SEK 62.7m) och danska kronor (SEK 26.3m). Därmed påverkas såväl räntebetalningar som amorteringar av valutakursrörelser, vilket motverkar effekten som valutorna har på försäljningen.

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

Försäljningsestimaten har kommenterats på de föregående sidorna. Q3 är det säsongsmissigt svagaste kvartalet eftersom såväl Elos som kunderna har en lägre aktivitet under sommarmånaderna. Det påverkar även bruttomarginalen i negativ riktning eftersom de fasta kostnaderna inklusive avskrivningar inte påverkas i motsvarande utsträckning. Det tynger även EBIT-marginalen, även om de operativa kostnaderna inte uppvisar lika påtagliga kvartalsvariationer. Eftersom Q4 och Q1 påverkas negativt av jul och nyår, brukar Q2 vara ett säsongsmissigt starkt kvartal.

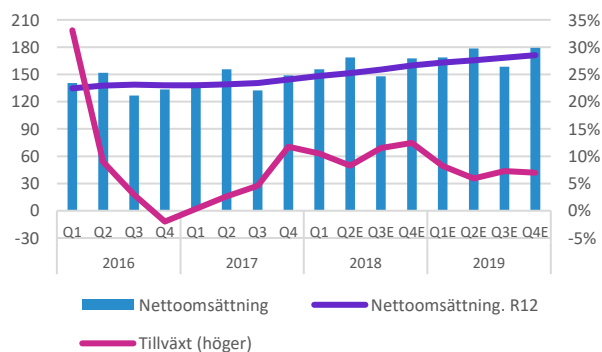
Q2 är det säsongsmissigt starkaste kvartalet och Q3 det svagaste

Resultaträkning

[SEKm]	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
Nettoomsättning	140.9	155.6	132.5	148.9	155.7	168.5	147.7	167.4
Kostnad för sålda varor	-97.6	-108.3	-97.1	-112.4	-111.8	-119.3	-107.4	-118.7
Bruttoresultat	43.3	47.3	35.4	36.5	43.9	49.2	40.3	48.7
Försäljningskostnader	-10.1	-10.7	-8.0	-9.2	-9.6	-10.6	-8.9	-10.4
Administrationskostnader	-16.4	-18.6	-16.0	-17.0	-19.9	-21.9	-19.2	-20.9
Utvecklingskostnader	-3.7	-4.3	-2.9	-2.9	-3.7	-4.2	-3.8	-4.4
Övriga rörelseint./kostn.	0.2	-0.2	0.8	-0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
Rörelseresultat	13.3	13.5	9.3	6.6	10.9	12.6	8.6	13.2
Finansiella intäkter	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-2.4	-2.3	-2.4	-2.2	-2.1	-2.0	-2.0	-1.9
Valutakursdifferenser	-1.4	-5.3	-1.7	1.2	0.8	1.2	0.3	0.0
Resultat efter finansiella poster	9.6	5.9	5.2	5.7	9.6	11.8	6.9	11.3
Skatter	-2.4	-1.0	-2.2	1.8	-2.5	-2.6	-1.5	-2.5
Resultat efter skatt	7.2	4.9	3.0	7.5	7.1	9.2	5.4	8.8
EPS	1.19	0.81	0.50	1.24	1.15	1.14	0.67	1.09
EPS, justerad	1.19	0.81	0.50	1.24	1.15	1.14	0.67	1.09
Tillväxt, Nettoomsättning	0.4%	2.6%	4.6%	11.7%	10.5%	8.3%	11.5%	12.5%
Bruttomarginal	30.7%	30.4%	26.7%	24.5%	28.2%	29.2%	27.3%	29.1%
EBIT-marginal	9.4%	8.7%	7.0%	4.4%	7.0%	7.5%	5.8%	7.9%

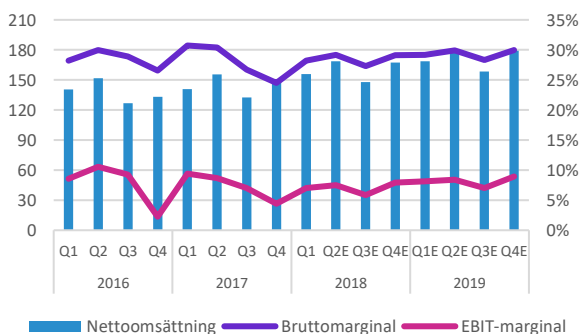
Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Resultaträkning per år

Vi räknar med högre bruttomarginal av flera anledningar

Försäljningsestimaten per år har kommenterats separat. Bruttomarginalen under 2016 och 2017 har hållits nere på grund av produktionsbortfallet, men det tycks ligga bakom bolaget nu. Vi räknar med att bruttomarginalen gradvis kommer påverkas negativt av ökade avskrivningar till följd av investeringarna som ökar produktionskapaciteten. Nettoeffekten är positiv på grund av den ökade försäljningen i kombination med en gynnsam produktmix.

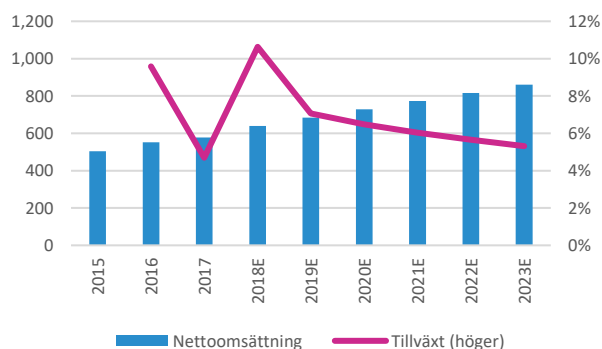
Högre bruttomarginal driver även upp EBIT-marginalen

En del av kostnaderna som tidigare räknats som försäljningskostnader är nu allokerade till administrationskostnader. Det förklarar ökningen av administration och den blygsamma ökningen av försäljningskostnader. Samtidigt räknar vi med att bolaget kommer öka fokus på utveckling. EBIT-marginalexpansionen beror till stor del på högre bruttomarginal.

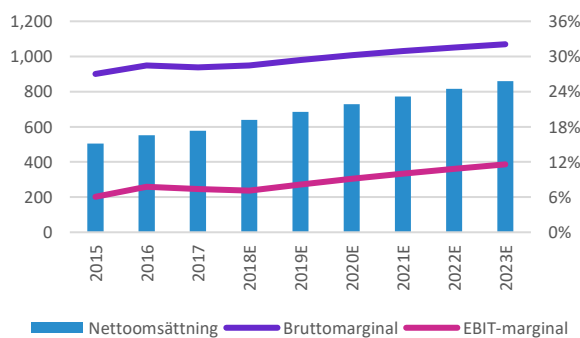
Resultaträkning

[SEKm]	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	503.7	552.0	577.9	639.3	684.5	728.9	772.9	816.6
Kostnad för sålda varor	-367.6	-395.0	-415.4	-457.2	-483.3	-508.8	-534.1	-559.2
Bruttoresultat	136.1	157.0	162.5	182.2	201.2	220.1	238.9	257.5
Försäljningskostnader	-30.0	-36.2	-38.0	-39.5	-42.6	-45.7	-48.9	-52.0
Administrationskostnader	-63.2	-65.0	-68.0	-81.9	-85.7	-89.0	-92.1	-94.9
Utvecklingskostnader	-13.9	-15.2	-13.8	-16.1	-17.6	-19.1	-20.6	-22.2
Övriga rörelseint./kostn.	1.5	2.1	0.0	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1
Rörelseresultat	30.5	42.7	42.7	45.4	55.9	66.6	77.5	88.5
Finansiella intäkter	0.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-8.0	-10.4	-9.3	-8.0	-7.1	-6.3	-5.6	-4.9
Valutakursdifferenser	-0.5	5.4	-7.2	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultat efter finansiella poster	22.5	37.9	26.4	39.7	48.8	60.3	71.9	83.6
Skatter	-6.4	-11.4	-3.8	-9.1	-10.7	-13.3	-15.8	-18.4
Resultat efter skatt	16.1	26.5	22.6	30.5	38.0	47.0	56.1	65.2
EPS	2.66	4.38	3.73	4.02	4.71	5.83	6.95	8.08
EPS, justerad	2.66	4.38	3.73	4.02	4.71	5.83	6.95	8.08
Tillväxt, Nettoomsättning	32.2%	9.6%	4.7%	10.6%	7.1%	6.5%	6.0%	5.7%
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	28.5%	29.4%	30.2%	30.9%	31.5%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	7.1%	8.2%	9.1%	10.0%	10.8%

Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och tillväxt per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Operativa kostnader

Administrativa kostnader ökar på bekostnad av försäljningskostnader under 2018E på grund av strukturella förändringar. Därefter räknar vi med att admin minskar medan utvecklings- och försäljningskostnader är relativt oförändrade som andel av försäljningen.

Kostnader i relation till omsättningen

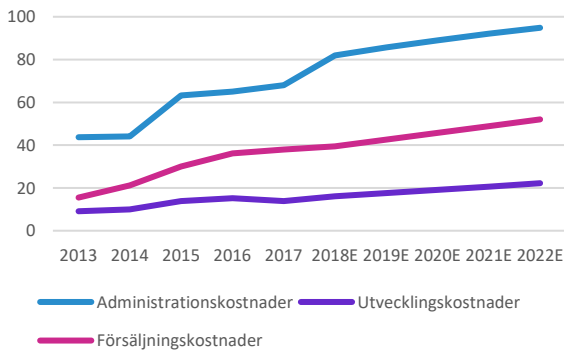
Kostnad, försäljning och EBIT per anställd

Fler anställda och något högre kostnader per anställd inklusive kostnad för sålda varor kompenseras mer än väl av högre försäljning per anställd i vår prognos.

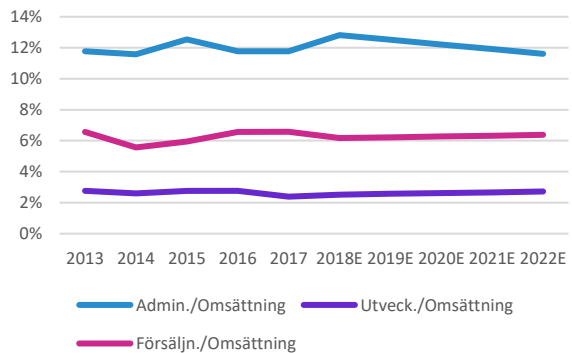
Drivkrafter för försäljning och EBIT fram till 2022E

Längst ner på sidan finns bryggor som visar att vi främst förväntar oss att Dental och Orthopedics ska driva försäljningsökningen från 2017 till 2022E. Vi räknar med att EBIT dels förbättras på grund av den högre försäljningen, men även på grund av högre bruttomarginal.

Operativa kostnader



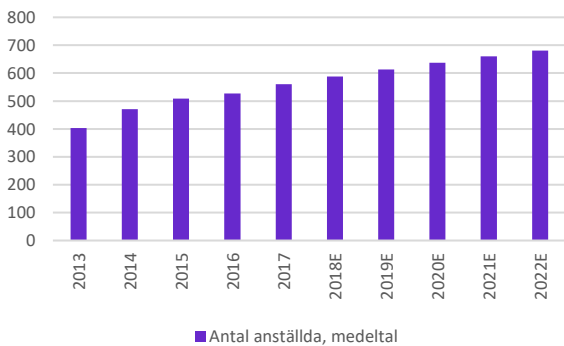
Operativa kostnader/Omsättning



Källa: Murgata och bolagsdata

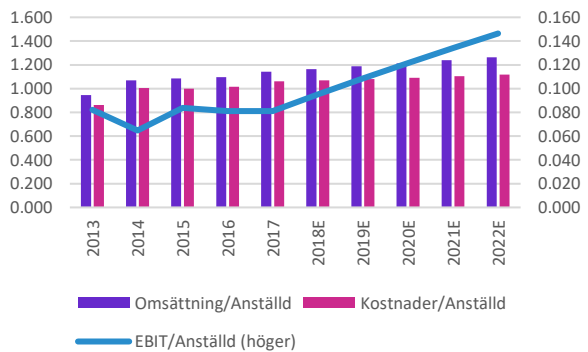
Källa: Murgata och bolagsdata

Antal anställda



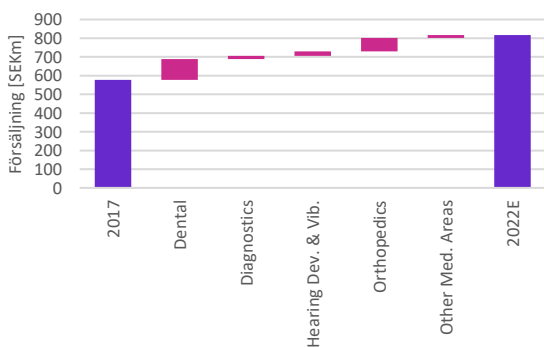
Källa: Murgata och bolagsdata

Försäljning, kostnader och EBIT per anställd



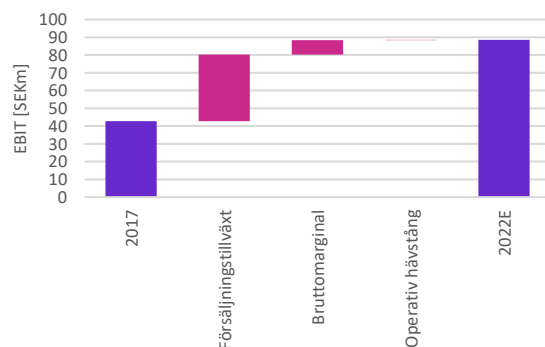
Källa: Murgata och bolagsdata

Försäljningsbrygga



Källa: Murgata och bolagsdata

EBIT-brygga



Källa: Murgata och bolagsdata

Investeringar och utdelning

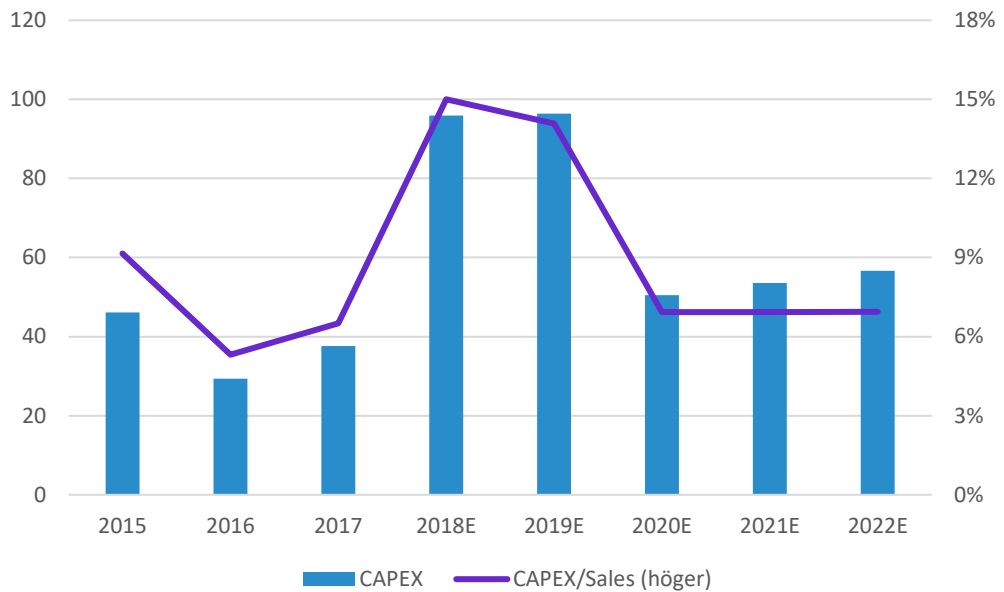
Nyemission finansierade offensiva satsningar i år och nästa år...

...och stämman beslutade därför att inte lämnades någon utdelning i år.

Under Q1 genomförde Elos en nyemission som tillförde cirka SEK 100m efter emissionskostnader. Syftet var att finansiera investeringar i utökad produktionskapacitet för Dental och Orthopedics. Det beräknas kosta cirka SEK 50m för vart och ett av åren 2018 och 2019 utöver de cirka SEK40m i löpande investeringar som Elos normalt har per år.

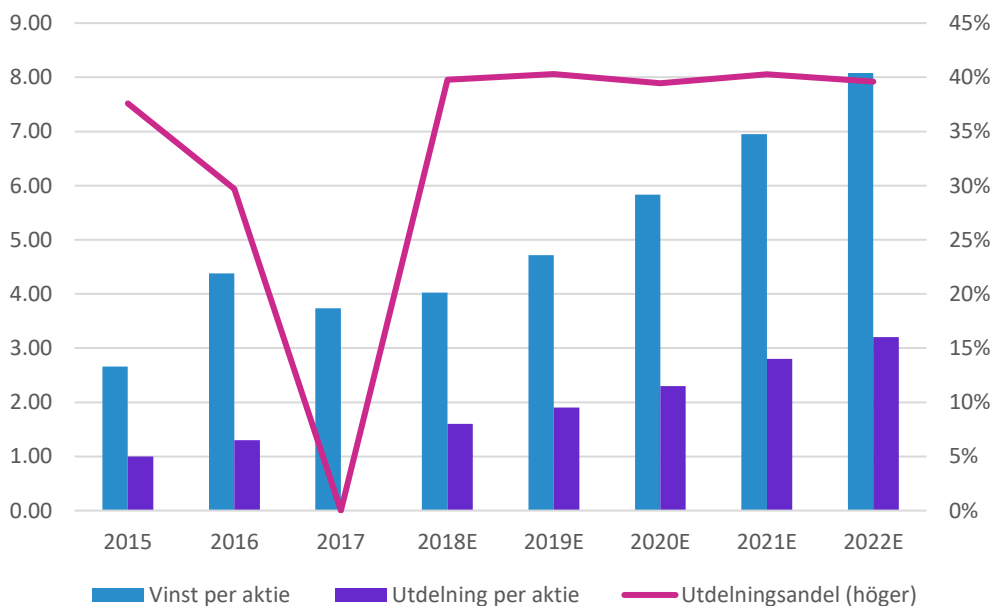
Vi räknar med CAPEX på knappt SEK 100m under 2018-19E för att därefter normaliseras till en nivå kring SEK 50-60m (7% som andel av försäljningen). Med tanke på nyemissionen beslutade stämman att inte lämna utdelning i år (avseende 2017), men vi räknar med att Elos kommer dela ut cirka 40% av vinsten per aktie under de följande åren.

Investeringar



Källa: Murgata och bolagsdata

Utdelning



Källa: Murgata och bolagsdata

Värdering och aktie

Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie jämfört med vårt DCF-värde på SEK 111. Elos är lägre värderat än samtliga jämförelsebolag vi valt ut. Skulle vi applicera de multiplarna på våra estimat för Elos kan man argumentera för att aktien skulle kunna fördubblas från nuvarande nivå.

Motiverat värde: SEK 100
DCF-värde: SEK 111

Vi har använt oss av flera värderingsansatser för att bestämma vårt motiverade värde. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 111 i vårt grundscenari.

Bull case: SEK 177
Bear case: SEK 67

Vi har även ett optimistiskt Bull case-scenari som indikerar ett värde på SEK 177, medan vårt pessimistiska Bear case-scenari indikerar SEK 67. Antagandena i vårt Bull case-scenari är förmodligen nära bolagets egna ambitioner, även om de inte offentliggör några prognoser. Bear case-scenariet är 2% lägre tillväxt än vi har i vårt grundscenari (Base case). Aktien handlas endast marginellt över nivån som vi alltså betraktar som alltför pessimistisk.

Elos är lägre värderat än jämförelsebolagen trots tillfällig press på lönsamheten

Vi har jämfört värderingen med några andra svenska som vi anser är relevanta jämförelsebolag. Baserat på de rapporterade siffrorna är Elos Medtech lägst värderat när vi tittar på P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA. Elos lönsamhet har hållits nere av tillfälliga effekter och går nu mot en period som enligt våra prognoser kommer lyfta lönsamheten betydligt.

Det finns tydlig potential för uppvärdering, men de senaste årens utmaningar gör att vi anser ca 10% rabatt till vårt DCF-värde är rimligt just nu

Applicerar vi jämförelsebolagens multiplar på våra prognoser för Elos kan man argumentera för att Elos skulle kunna handlas till ca SEK 161-181 idag. Om vi istället skulle använda Elos historiska multiplar skulle det indikera ett nuvärde på ca SEK 115-130 per aktie. Det finns en tydlig uppvärderingspotential under de närmaste åren utan att bolaget behöver slå våra prognoser. Vi tror dock inte att aktiemarknaden är beredd att gå så långt än och anser att vårt motiverade värde på SEK 100 utgör en rimlig nivå givet utmaningarna som bolaget har haft.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi tillämpar ett avkastningskrav på 9.2% för Elos och kommer fram till ett DCF-värde på SEK 111 per aktie

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 2.2%.

Vi diskonterar kassaflöden under vår explicita prognosperiod som sträcker sig fram till 2040 plus terminalvärdet (2% tillväxt) och en WACC på 9.2% blir DCF-värdet SEK 111 per aktie.

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)	1.7%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.8%	Equity ratio	83.6%
re	10.5%	rd	3.6%	WACC	9.2%
Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin	
-2020	34	4	8.0%	17.8%	
2021-2025	230	28	5.4%	20.0%	
2026-2030	208	26	4.6%	21.5%	
2031-2035	177	22	4.1%	21.9%	
2035-2040	141	17	3.8%	22.2%	
Terminal	330	41	2.0%		
Total	1,119	139			
Net debt	220	27			
Equity value	899	111			

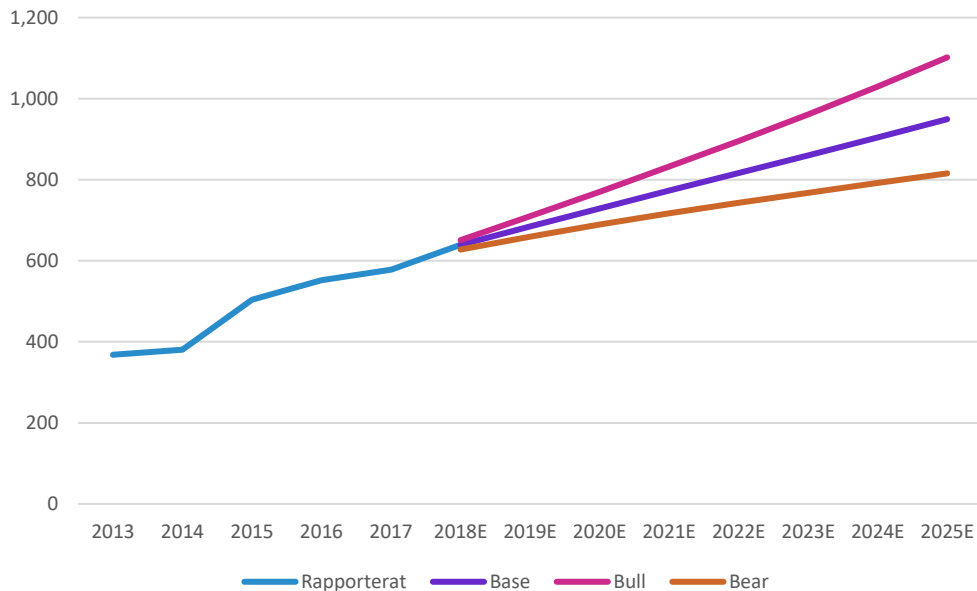
Källa: Murgata

Scenarier

DCF är en värderingsapproach som tar hänsyn till bolagets finansiella utveckling under lång tid och värdet är därför inte särskilt påverkat av utvecklingen på kort sikt (de närmaste kvartalen och åren). Däremot ligger det i sakens natur att prognoser och antaganden långt fram i tiden är osäkra eftersom mycket kan inträffa för såväl bolaget som omvärlden.

DCF tar hänsyn till utvecklingen under lång tid framöver

Försäljningsantaganden per scenario: Base, Bull och Bear



Källa: Murgata och bolagsdata

Vi anser att våra prognoser är försiktiga, men det beror på att negativa avvikelser är vanligare än positiva

Vi har medvetet lagt oss relativt försiktigt i våra prognoser eftersom det är vanligare med negativa än positiva överraskningar. Självklart kan exempelvis lanseringar gå snabbare och kosta mindre än man räknat med eller konkurrensbilden plötsligt bli mer gynnsam, men det omvända är vanligare. Vi anser att vår prognos i grundscenariot (Base) är väl avvägt med hänsyn till såväl risker som möjligheter.

I våra Bull- och Bear-scenarier räknar vi med 2% högre respektive lägre försäljningstillväxt

Enkelt uttryckt innebär vårt Bull case att försäljningstillväxten blir 2% högre än i vårt grundscenario ända fram till 2040. På motsvarande sätt antar vi 2% lägre tillväxt i vårt Bear case under hela prognosperioden. Vi har tagit hänsyn till den operativa hävstången, vilken innebär att marginalerna blir högre ju högre försäljningen är eftersom en del av kostnaderna är att betrakta som fasta.

Ett stort antal faktorer påverkar utfallet och vi har inte valt ut några särskilda enskilda fall som skulle kunna infria våra alternativa scenarier

För ett bolag som Elos som inte har några tydliga distinkta utfall (som vid exempelvis läkemedelsutveckling) låter vi i det här sammanhanget bli att spekulera i vilka faktorer som skulle kunna leda till ett bättre eller sämre scenario. Rent matematiskt spelar det ingen roll om det är en stor enskild händelse (betydande kund faller bort) eller om det är en generell svaghet inom flera marknadssegment eller på flera geografiska marknader.

Bolags aktiva hantering av händelser tenderar att begränsa inverkan av avvikelser

I vår DCF fokuserar vi på kassaflödet och på den nivån finns det också ett visst mått av självreglering eftersom bolaget tenderar att anpassa kostnader, intäkter och investeringar till varandra. Om försäljningen går trögt kommer bolaget antagligen vara mer återhållsamt med utgifter. Vänder man på resonemanget kan en återhållsamhet på kostnadssidan drabba försäljningen. Även det omvända brukar gälla. Offensiva marknadssatsningar kostar, men syftet är i allmänhet att driva tillväxt. Eller tvärtom – om försäljningen går bra anser bolaget sig "ha råd" att kunna satsa på olika åtgärder (exempelvis marknadsföring eller utveckling).

Diskonteringsräntan kan bestämmas på olika sätt...

...och vi anser att man bör göra en känslighetsanalys av såväl estimat som diskonteringsränta.

Vårt DCF-värde enligt grundantagandena är SEK 111 per aktie, men det påverkas av såväl diskonteringsräntan...

...som vilket av våra scenarier vi väljer (Base/Bull/Bear).

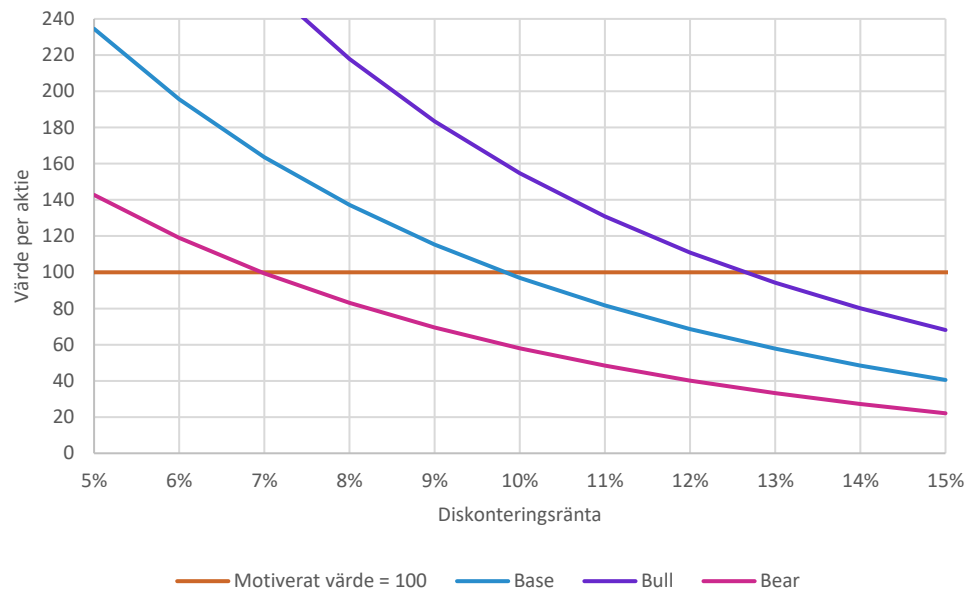
Förutom osäkerheten i prognoserna kan man även göra olika antaganden kring själva värderingen. Det finns olika metoder att bestämma diskonteringsräntan och alla ingående parametrar kan diskuteras ingående och det finns många olika synsätt kring vad som är lämpligast. Sättet att beräkna varierar, de ingående parametrarna är olika och varje enskild aktör brukar dessutom ändra på olika parametrar. Även om inte alla skulle medge det sker det inte sällan på grund av att analysavdelningarna marknadsanpassar sina antaganden för att kunna motivera att marknads generella värdering av aktier har förändrats.

Murgatas syn på DCF är att man bör ha ett robust synsätt på såväl estimat som värderingsapproach, men att man bör vara medveten om metodikens inneboende dynamik när man drar slutsatser. Vi har därför kombinerat våra tre scenarier (Base, Bull och Bear) med en känslighetsanalys av diskonteringsräntan.

När vi använder vår WACC (9.2%) för att diskontera kassaflödena i vårt grundscenario kommer vi alltså fram till ett DCF-värde på SEK 111 per aktie. Notera att vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie är lägre än vårt DCF-värde. Om vi istället skulle föredra att diskontera med 8% blir värdet SEK 149. För att komma till dagens aktiekurs skulle man vara tvungen att höja diskonteringsräntan till strax under 12%. Den dynamiken illustreras av den blå linjen i figuren nedan (Base).

På motsvarande sätt är vårt Bull case-scenario med 9.2% diskonteringsränta SEK 177 per aktie, medan vårt Bear case-scenario är på SEK 67 per aktie. Grafen nedan illustrerar hur känsligt DCF-värdet är för variationer i såväl estimat (Base/Bull/Bear) som diskonteringsränta.

DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



Källa: Murgata och bolagsdata

Vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie är lägre än DCF-värdet, men var och en kan bedöma osäkerheten i de antagandena.

Vi anser att det är viktigt att läsare av analyser är införstådda med värderingsmetodernas inneboende osäkerheter. Den som inte håller med om våra antaganden kan själv se vilket värde det skulle motsvara enligt vårt synsätt. Tror man till exempel mer på vårt Bull case och anser att diskonteringsräntan borde vara lägre än vi använt skulle man mycket väl kunna argumentera för att aktien borde vara värd SEK 200 redan idag. Den som förväntar sig en utveckling i linje med vårt Bear case och anser att diskonteringsräntan borde vara högre kan argumentera för att aktien borde handlas till en lägre nivå än nuvarande aktiekurs.

Värdering jämfört med svenska peers

Vi har valt ut peers som vi anser har liknande exponering ur ett investerarperspektiv

När vi jämför Elos värdering med andra bolag anser vi att de mest relevanta är svenska bolag som har likheter beträffande affärsmodell, verksamhet eller kundexponering. Bolagen vi valt är inte konkurrenter på identiska marknader, men vi anser att de är konkurrenter om investerare oavsett om dessa är institutionella kapitalförvaltare eller privatpersoner.

Recipharm är en kontraktstillverkare, men för läkemedel istället för medicinsk teknik

Recipharm är en kontraktstillverkare som tillhandahåller olika typer utvecklings- och tillverknings tjänster. Affärsmodellen och exponeringen har såldes stora likheter med Elos. En viktig skillnad är att Elos vänder sig till stora medtech-bolag, medan Recipharms kunder är stora läkemedelsbolag. Det finns regulatoriska skillnader mellan medtech och läkemedel, men båda regleras av FDA och liknande myndigheter. I båda fallen finns det en tröghet för kunderna att byta leverantör, kvalitetskraven är omfattande och leveranssäkerhet prioriteras högt. Vi har justerat kassan och antalet aktier för de nyligen genomförda emissionerna.

Nolato är också en kontraktstillverkare varav ungefär en tredjedel säljs till medtech-kunder

Nolato är liksom Elos en kontraktstillverkare. Nolato utvecklar och producerar produkter i olika polymera material (plast, silikon och termoplastiska elastomerer). Elos producerar också produkter av polymera material inom segmentet Diagnostics. Det växer snabbare än koncernen och har högre marginaler, men utgör än så länge bara ca 5% av Elos försäljning. Nolatos affärsområde Medical Solutions utgjorde 29% av försäljningen och 33% av EBITA under 2017. Affärsmodellerna har stora likheter och en tredjedel av Nolatos resultat kommer från medtech-kunder. Att Elos har en större andel produkter tillverkade av metall än plast spelar mindre roll i det här fallet. På papperet skulle man kunna argumentera för att det finns en industriell logik att kombinera Elos Medtech med Nolatos Medical Solutions, men vi tror inte att något av bolagen överväger det just nu. Däremot är det inte otänkbart att bolagen kan komma att konkurrera om förvävsobjekt i framtiden.

Lifco har liksom Elos en dryg tredjedel av försäljningen inom det dentala området

Lifco är ett konglomerat som förvärvar och är en långsiktig ägare av bolag (för närvarande 138 stycken) inom tre nischer. En av dem är Dental (de andra två Demolition & Tools och System Solutions). Under de senaste 12 månaderna (fram till Q1 2018) utgjorde Dental 37-38% av koncernens försäljning och EBITA. Under samma period utgjorde Elos segment Dental Implant Systems 35% av bolagets försäljning.

Lifco levererar förbrukningsvaror, utrustning och teknisk service till tandläkare. Bolaget säljer tandteknik i Norden och Tyskland och utvecklar journalsystem. Dessutom äger Lifco ett antal tillverkande bolag som säljer produkter via distributörer. Både Lifco och Elos har alltså en betydande exponering mot det dentala området, även om produkter och till viss del även kunder skiljer sig åt.

AddLife och Elos har båda en attraktiv exponering inom medtech och diagnostik som bör tilltala ungefär samma investerare

AddLife är liksom Lifco ägare av bolag inom Life Science och äger för närvarande 32 operativa dotterbolag. Den geografiska exponeringen är mer lokal än Elos (91% Norden jämfört med Elos 31%). AddLife har två affärsområden. Labtech som utgör 60% av försäljningen och Medtech med 40%. Labtech vänder sig främst till laboratorier inom sjukvård och forskning där diagnostik är ett viktigt område. Det finns således likheter med Elos segment Diagnostics (5% av försäljningen) som tillverkar produkter som används för just diagnostik.

Affärsområdet Medtech är som det låter inriktat på medicinsk teknik och erbjuder bland annat engångsprodukter som används vid olika undersökningar, operativa ingrepp och andra engångsprodukter som exempelvis stomipåsar. I februari förvärvade AddLife bolaget Ossano som säljer produkter som används vid ortopedisk kirurgi och därmed har likheter med Elos affärsområde Orthopedics som utgör 29% av försäljningen. AddLife har också produkter för hemvård som inte har någon motsvarighet bland Elos produkter. AddLife har också en mer direkt exponering mot offentliga upphandlingar i Norden än de kunder Elos vänder sig till.

Rapporterade multiplar

Vi har utgått från de senast rapporterade resultaten för såväl Elos som peer-bolagen. Egentligen anser vi att värdering bör baseras på sina framtida kassaflöden och det är därför vanligt att analytiker använder sig av framåtblickande multiplar för att jämföra värderingen av bolag. För Elos har vi justerat antalet aktier och kassan för att ta hänsyn till emissionen.

Murgata har inte officiella estimat för något av jämförelsebolagen och värdering med framåtblickande parametrar hade därför behövs ske med hjälp av konsensusestimater. Även om det mer eller mindre är att betrakta som branschpraxis ser vi betydande problem med det angreppssättet. Tillgången och kvaliteten på konsensus varierar. Antalet analytiker är i vissa fall begränsat och dessutom har banker och andra blivit mer restriktiva med att dela med sig av sina estimat i spåren av MiFID II som infördes i januari. Värdering med hjälp av konsensus förutsätter egentligen även att aktien handlas i enlighet med analytikernas förväntningar.

Murgata skulle inte värdera exempelvis Elos Medtech baserat på vad andra analytiker sätter för estimat på andra bolag och utgå från att marknaden som prissätter de aktierna baserar sin uppfattning på deras estimat. Precis som analytiker kan anse att aktierna inte är korrekt prissatta (uppsida/nedsida) kan marknaden anse att analytikerna inte har korrekta estimat.

Baserat på bolagens senast rapporterade resultat (Q1 2018) och senaste stängningskursen är Elos lägre värderat än samtliga jämförelsebolagen när vi tittar på P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA. Dessutom har Elos haft utmaningar med produktionsbortfall som pressat såväl försäljning som marginaler, men bolaget håller på att lämna det bakom sig. Därmed skulle man faktiskt kunna argumentera att Elos skulle kunna ha högre multiplar än normalt om man utgår från att lönsamhetssvackan är tillfällig.

Börjar vi med P/E-talet ligger Elos för närvarande på 25.2x jämfört med de jämförbara bolagens median på 34.0x. Om Elos handlades till vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie skulle P/E-talet vara 35.9x, vilket nästan är i nivå med jämförelsebolagen trots bolagets tillfälliga lönsamhetssvacka. Det är dock ganska stor spridning av P/E-talen för de olika bolagen.

Vi har utgått från rapporterade resultat...

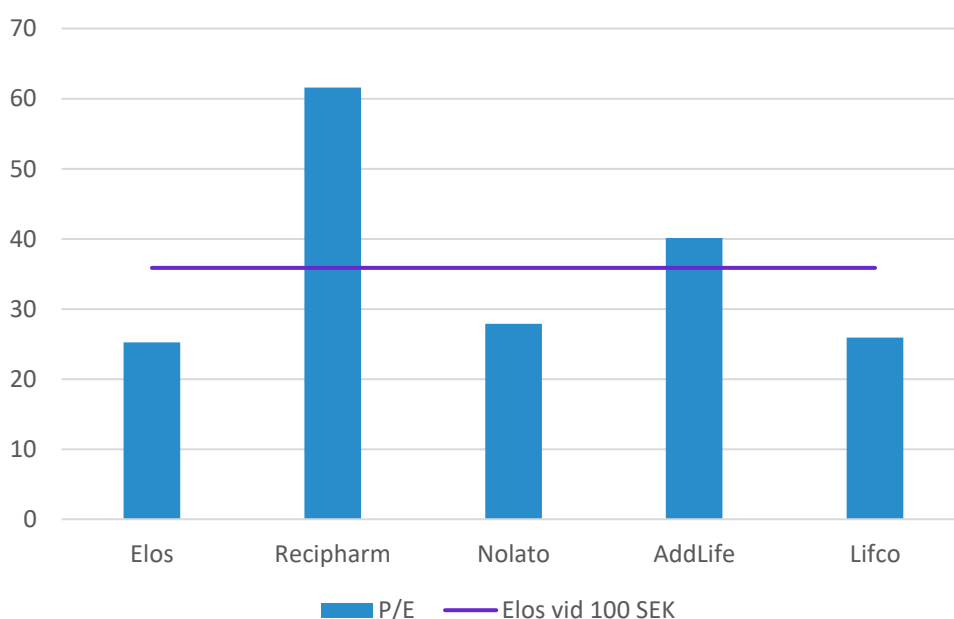
...eftersom konsensus har bristande kvalitet och vi ser svagheter med det angreppssättet.

Murgata värderar inte Elos med utgångspunkt från vad andra analytiker anser om andra bolag

Elos underliggande lönsamhet har tillfälligt påverkats av produktionsbortfall som bolaget lämnat bakom sig

Elos har lägst P/E-tal, men skulle kunna ligga högre än medianen med tanke på de tillfälliga utmaningarna

P/E-tal för Elos och jämförelsebolagen idag samt vid vårt motiverade värde



Källa: Murgata och bolagsdata

Elos skulle ha lägst EV/EBITDA även vid motiverade värdet SEK 100 per aktie

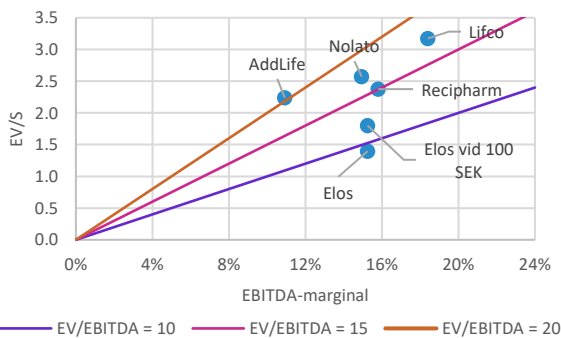
Skilnader i CAPEX-nivå räcker inte för att förklara värderingsskillnaderna hos EV/EBITDA

Fortsätter vi med EV/EBITDA skulle Elos ha betydligt lägre multipel än jämförelsebolagen även om aktien handlats vid vårt motiverade värde SEK 100 per aktie. Nuvarande nivå på 9.2x skulle vid SEK 100 per aktie vara 11.8x jämfört med medianen på 17.2x för övriga.

Elos EBITDA-marginal är ungefär i nivå med Nolato och Recipharm, men handlas till betydligt lägre EV/S (EV/S dividerad med EBITDA-marginalen ger EV/EBITDA). Bolagens CAPEX i förhållande till försäljning skiljer sig åt. Recipharm har haft en tung period med CAPEX i förhållande till försäljning (ca 11%), medan Nolato legat kring 4-5%. Elos har legat mellan de nivåerna, men genomför nu betydande investeringar under 2018 och 2019 som man skulle kunna argumentera för bör behandlas som CAPEX för expansion (i likhet med förvärv). På lite längre sikt räknar vi med ca 7% av försäljningen i CAPEX för Elos.

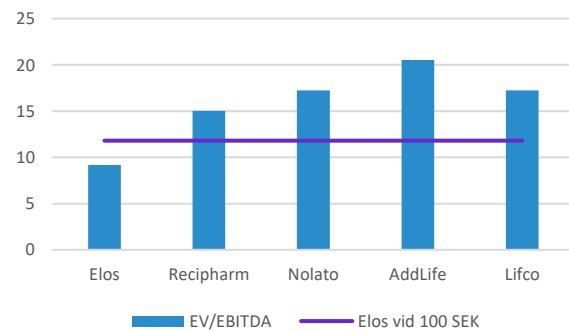
Vi förväntar oss att Elos expanderar marginalerna längre fram (=går åt höger i den vänstra figuren), vilket talar för en högre EV/S-multipel redan idag (=uppåt i den vänstra figuren).

EV/S och EBITDA-marginal



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvarade EV/EBITDA samt Elos vid SEK 100

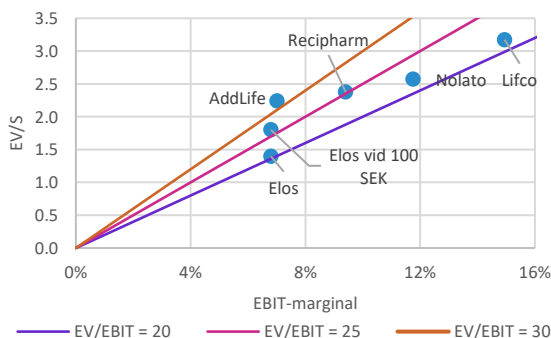


Källa: Murgata och bolagsdata

Elos har lägst EV/EBIT-värdering och med den förbättrade lönsamheten vi förväntar oss anser vi att aktien skulle kunna handlas med en premie mot jämförelsebolagens median

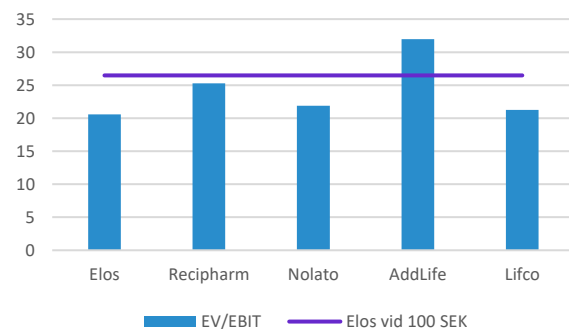
Tittar vi på EV/EBIT (figurerna nedan) är Elos även i det fallet lägst värderat, men skillnaderna är relativt små förutom för AddLife som ligger betydligt högre. Elos handlas för närvarande till 20.6x, men vid SEK 100 per aktie skulle EV/EBIT vara 26.5x jämfört med övriga bolags median på 23.6x. Liksom i resonemanget kring P/E-tal anser vi att det är befogat på grund av Elos tillfälligt pressade lönsamhet i kombination med de betydande resultatförbättringarna vi förväntar oss under de närmaste åren. Elos har ett EBIT-marginalmål på 13%, vilket är något högre än Nolato har idag. Vi räknar med att EBIT-marginalen förbättras med cirka en procentenhet per år under de närmaste åren, vilket skulle tala för en högre EV/S-multipel redan idag.

EV/S och EBIT-marginal



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvarade EV/EBIT samt Elos vid SEK 100



Källa: Murgata och bolagsdata

Jämförbara bolags multiplar applicerade på våra estimat

Elos är lägst värderat på EV/EBITDA även vid vårt motiverade värde på SEK 100/aktie

Utgår vi från jämförelsebolagens värdering idag och applicerar de nivåerna på vår prognos för Elos...

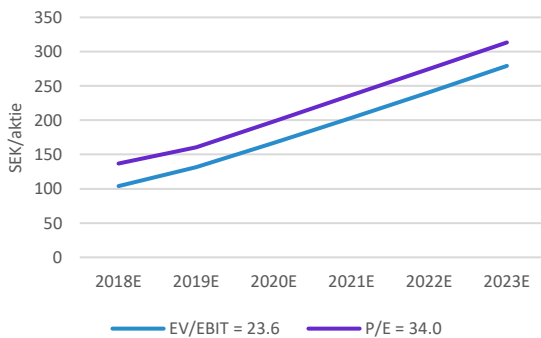
Värdering i linje med jämförelsebolagen applicerat på våra estimat för 2023E skulle motivera SEK 161-181, men det är rimligt att utgå från en viss rabatt

Vi förväntar oss alltså att Elos gör betydande resultatförbättringar under de kommande åren på grund av försäljningstillväxt, marginalexpansion och fortsatt starka kassaflöden som stärker balansräkningen. Även vid vårt motiverade värde SEK 100 per aktie är Elos lägre värderat än jämförelsebolagen när vi utgår från EV/EBITDA.

Om vi leker med tanken att vi utgår från medianvärdena av jämförelsebolagens värderingsmultiplar EV/EBIT 23.6x och P/E 34.0x. Därefter multiplicerar vi EV/EBIT (23.6x) med EBIT för respektive prognosår för att få EV, justerar med nettokassan för att få bolagsvärdet och dividerar med antalet aktier för att få aktiekursen respektive år. På motsvarande sätt multiplicerar vi P/E (34.0x) med vår prognosticerade vinst per aktie för att få aktiekursen respektive år. Resultatet av detta illustreras i grafen nedan till vänster.

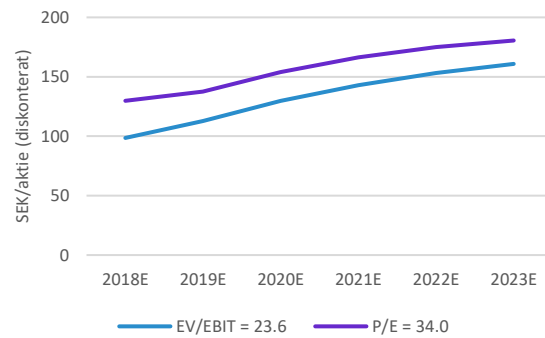
Enligt denna räkneövning skulle Elos år 2023E handlas till SEK 279 (baserat på EV/EBIT) eller 313 (baserat på P/E). Det är viktigt att framhålla att det inte är samma sak som att aktien bör handlas till de nivåerna idag. Vi diskonterar aktievärdena med avkastningskravet för eget kapital (inte WACC!) för att komma fram till nuvärdet, dvs vad aktien borde handlas till idag. Resultatet illustreras i grafen till höger och motsvarande aktiekurser för 2023E skulle vara SEK 161 per aktie (baserat på EV/EBIT) respektive SEK 181 per aktie (baserat på P/E).

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

Rabatt på längre sikt, men premie på närliggande estimat befogad

Om estimaten för 2023E håller motsvarar SEK 100 idag P/E 19x för år 2023E

Tillväxt, marginalexpansion och multiplexpansion?

Vi tror dock inte att marknaden är beredd att handla upp Elos Medtech till de nivåerna under den närmaste tiden. Däremot talar det för att Elos skulle kunna handlas med en viss premie relativt jämförelsebolagen så länge vi tittar på bakåtblickande eller närliggande estimat.

För att med ovanstående metodik komma fram till vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie just nu krävs EV/EBIT 14.7x och P/E 18.8x för 2023E med utgångspunkt från våra estimat. Det motsvarar 38% respektive 45% rabatt i förhållande till hur de jämförbara bolagen handlas idag. Det tror vi kommer visa sig vara en alltför stor rabatt.

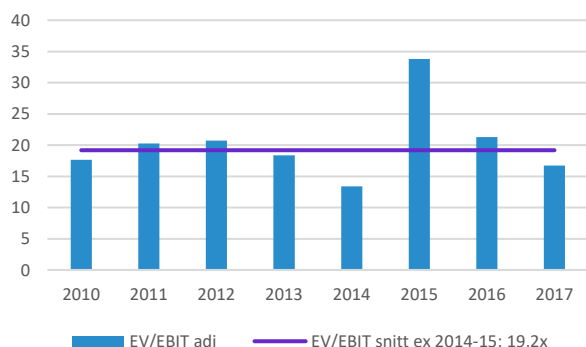
Vi anser att vårt motiverade värde är rimligt med utgångspunkt från det vi vet idag och från det vi förväntar oss. Blickar vi längre framåt ser vi en potential för aktien att utveckla sig bättre än sitt avkastningskrav, delvis drivet av multiplexpansion. Det är dock något som alltid är osäkert och svårt att förutsäga tidsmässigt. Dessutom kommer marknaden och jämförelsebolagens värderingsmultiplar att fluktuera, vilket också påverkar värdet av Elos aktie enligt dessa antaganden.

Värdering jämfört med bolagets egna historik

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

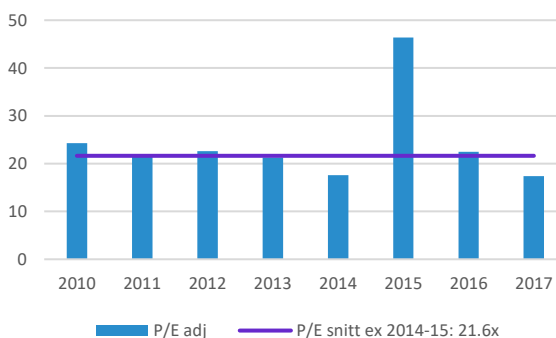
Under 2014 avyttrades den sista delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser) och i början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska bolaget Onyx Medical. I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmätt (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs)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

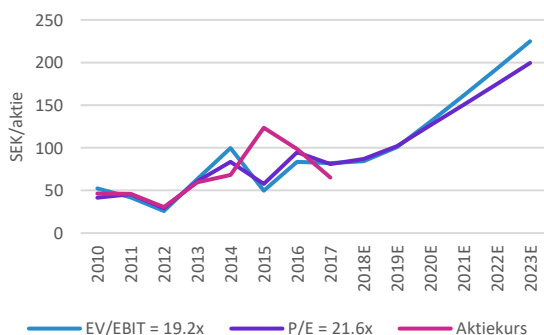
Elos har handlats med rabatt jämfört med jämförelsebolagen

Genomsnittet för EV/EBIT (exklusive 2014-15) är 19.2x och för P/E är motsvarande genomsnitt 21.6x. Jämfört med motsvarande mått för jämförelsebolagens multiplar på föregående sida (EV/EBIT 24.0 och P/E 35.6x) innebär snittet för Elos en rabatt på 20% (EV/EBIT) respektive 39% (P/E).

Historiska multiplar applicerade på våra 2023E-estimat skulle kunna motivera SEK 115-130 idag

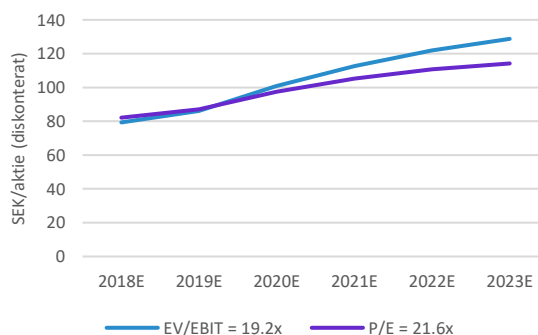
I graferna nedan har vi applicerat Elos historiska genomsnitt för värderingsmultiplarna på motsvarande sätt som för jämförelsebolagens medianmultiplar på den föregående sidan. Om vi till exempel applicerar de historiska multiplarna på våra estimat för 2023E får vi SEK 225 respektive SEK 199 per aktie, vilket diskonterat till nuvärde skulle motivera SEK 130 respektive SEK 115 kronor per aktie.

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

Aktien värderas just nu efter historiken istället för framtiden som vi förväntar oss blir ljusare

Motsvarande beräkning baserat för 2018E skulle innebära SEK 80-83 per aktie och SEK 87-88 per aktie för 2019E. Man bör då komma ihåg att vi förväntar oss att nuvarande satsningar lyfter försäljningen på allvar efter den perioden. Dessutom påverkas just de åren av särskilt stora investeringar följt av högre avskrivningar, vilket tynger lönsamheten lite extra just under de åren.

Ledning, styrelse och ägare

Ägarna tillsätter en styrelse som utser VD som med hjälp av en ledningsgrupp styr verksamheten. Vi känner oss trygga med ledningen och gillar att bolaget har aktiva ägare som kan backa upp bolaget finansiellt. Vi anser att styrelsen har en lämplig sammansättning för att kunna peka ut strategiska riktningar och hantera viktiga händelser. Det är viktigt för samtliga aktieägare.

Ledning

Jan Wahlström som snart varit VD i två år...

Elos VD Jan Wahlström tillträdde den 1 juli 2016. Han efterträdde Johannes Lind-Widestam som gick vidare till sin förra arbetsgivare i Assa Abloy-koncernen efter ett år och fem månader. Dessförinnan var Göran Brorsson VD under mer än 14 år.

...har relevant erfarenhet från branschen...

När Jan utsågs skrev bolaget: "Jan kommer närmast från en befattning som VD för Larodan AB. Larodan utvecklar, tillverkar och marknadsför högkvalitativa lipider för kemisk forskning för den internationella marknaden. Jan har tidigare varit VD för Biolin Scientific och innehaft ledande befattningar inom flera bolag verksamma inom medicinteknik."

...och ska lyfta Elos till nästa nivå.

Vidare skrev dåvarande ordförande Stig-Arne Blom: "Jan har både en personlighet och yrkeserfarenhet som gör honom lämplig att ta över ledarskapet för Elos Medtech. Hans uppgift blir att, på global bas, vidareutveckla vår verksamhet och stärka vår position inom utvalda marknadssegment."

Christian Bergaust tillträdde som CFO för ca 1.5 år sedan

CFO Christian Bergaust tillträdde 1 november 2016 och hade dessförinnan arbetat som Finance Director vid Bristol Myers Squibb i Tyskland. Han har en lång internationell erfarenhet från olika finanspositioner inom läkemedelsbranschen och fordonsindustrin.

Informationen nedan är hämtad från årsredovisningen för 2017 och har inte uppdaterats.



Jan Wahlström

Verkställande direktör och koncernchef sedan 2016. Anställd sedan 2016.
Född 1967.
Utbildning: Examen inom marknadsekonomi vid IHM Business School.
Studier i Kemi vid Uppsala Universitet.
Innehav: 3 800 B-aktier och 63 000 teckningsoptioner.



Christian Bergaust

CFO sedan 2016. Anställd sedan 2016.
Född 1962.
Utbildning: Studier i ekonomi vid Handelshögskolan i Göteborg.
Innehav: 30 000 teckningsoptioner.



Malin Gustavsson

Marknadsdirektör. Anställd sedan 2013.
Född 1972, civilekonom.
Innehav: 355 B-aktier och 18 000 teckningsoptioner.



Lotta Ljungberg

QA/RA Kvalitetsdirektör. Anställd sedan 2014.
Född 1966, civilingenjör.
Innehav: 30 000 teckningsoptioner.



Mathias Andersson

VD för Elos Medtech Microplast AB. Anställd sedan 2012.
Född 1971, ingenjör.
Innehav: 16 000 B-aktier.



Sam Svännel

VD för Elos Medtech Timmersdala AB. Anställd sedan 2018.
Född 1961, ingenjör.
Innehav: Okänt



Søren Olesen

VD för Elos Medtech Pinol A/S och Dental Business Director. Anställd sedan 1984.
Född 1961, ekonom.
Innehav: 180 400 B-aktier och 30 000 teckningsoptioner.



Conny Jakobsson

VD för Elos Medtech Tianjin Co Ltd. Anställd sedan 2017.
Född 1969, Fil. kand. företagsekonomi.
Innehav: Inget



Jodie Gilmore

VD för Onyx Medical LLC
Anställd sedan 1997. Född: 1971, civilekonom.
Innehav: 30 000 teckningsoptioner.

Styrelse

Välrespekterade Yvonne Mårtensson är ordförande

Vi anser att Elos styrelse har en bra sammansättning med relevant erfarenhet. Styrelseordförande Yvonne Mårtensson har lång erfarenhet från branschen och var VD på CellaVision under 16 år.

Styrelsen har en bra sammansättning

Två av sex ledamöter är kvinnor, men en av dem är alltså ordförande. Vi anser att en jämn könsfördelning bör eftersträvas, men om någon av männen ska bytas ut mot en kvinna bör det göras för att styrelsen på ett bättre sätt ska kunna tillvarata aktieägarnas intressen.

Vi skulle gärna se ett större aktieäggande i styrelsen

Samtliga ledamöter äger aktier i Elos, men hälften äger för ett mindre belopp än sitt årsarvode. Det är troligt att de kan fatta bra beslut för aktieägarna utan att själva äga aktier för stora belopp, men vi anser att aktieägandet hos styrelsen åtminstone har ett signalvärde.

Bolaget har starka ägare...

Tidigare var det tre representanter för familjer med större ägande i styrelsen, men efter stämman i april är det bara två. I den nyligen genomförda emissionen tog alla tre familjerna sina andelar och visade därmed att de kan och vill ta sitt ägaransvar även finansiellt.

...varav två har styrelseposter.

Samtliga ledamöter är oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Mats Nilsson och Agneta Bengtsson Runmarker är beroende i förhållande till bolagets större aktieägare.

All information nedan är hämtad från årsredovisningen för 2017 och har inte uppdaterats efter den nyligen genomförda emissionen som har påverkat antalet aktier i positiv riktning.



Yvonne Mårtensson

Styrelseordförande sedan 2017 och styrelseledamot sedan 2015.

Född: 1953.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Civilingenjörsexamen inom industriell ekonomi.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i YCM Consulting AB.

Styrelseledamot i Xvivo Perfusion AB, Queen AB, Biotage AB, SwedenBIO Service AB, SyntheticMR AB och 3Brain AG.

Innehav: 14 200 B-aktier.



Anders Birgersson

Styrelseledamot sedan 2016.

Född: 1958.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Civilingenjörsexamen inom maskinteknik. Studier inom företagsekonomi.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i VBG Group Truck Equipment AB och Mobile Climate Control Group Holding AB. Styrelseledamot och VD i VBG Group AB. Styrelseledamot i Christian Berner Tech Trade AB

och Sparbanken Lidköping AB.

Innehav: 709 B-aktier.

**Jeppe Magnusson**

Styrelseledamot sedan 2012.

Född: 1952.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Doktorsexamen i kemisk reaktionsteknik. Tillhört ledningsgruppen i SCA Hygien Products och Nobel Biocare AG.

Övriga uppdrag: Styrelseledamot i Jeppe Magnusson Consulting AB, Auremune AB, Premune AB, Swecure AB och Premune IPR AB.

Kommanditdelägare i ISEA Sweden KB.

Innehav: 2 860 B-aktier.

**Mats Nilsson**

Styrelseledamot sedan 2010.

Född: 1969.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Doktorsexamen i medicinsk genetik. Professor i molekylär diagnostik vid Stockholms universitet.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i ApiRays AB, EMPE Diagnostics AB och CartaNA AB. Styrelseledamot i Biocyclica Holding AB och Q-linea AB.

Innehav: 260 880 A-aktier och 65 930 B-aktier.

**Jon Risfelt**

Styrelseledamot sedan 2017. Ledamot av revisionskommittén.

Född: 1961.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Civilingenjörsexamen inom kemiteknik. Bland annat VD och koncernchef i Nyman & Schultz, Europolitan och Gambro Renal.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i Bisnode AB, Bisnode Business Information Group AB, Cabonline Group Holding AB och Smartfish AS.

Styrelseledamot i Bilia AB, Knowit AB, Boule Diagnostics AB och Excanto AB. Innehavare av den enskilda firman Risfelt Konsult.

Innehav: 1 350 B-aktier.

**Agneta Bengtsson Runmarker**

Styrelseledamot sedan 2003. Ledamot av revisionskommittén. Född: 1960.

Utbildning och arbetslivserfarenhet: Juristexamen. Legal Advisor vid Datainspektionen, utredningssekreterare vid Arbetsmarknadsdepartementet, domare vid kammarrätten och medlem i Europols Joint Supervisory Body.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i AB Westergyllen och Runmarker Fastighets AB. Styrelseledamot i Investment AB Brunnslyckan, Runmarker Fastigheter Varberg AB och Fastighets AB Salix.

Innehav: 297 946 A-aktier och 209 870 B-aktier.

Aktieägare

Fyra familjer kontrollerar 66% av rösterna

Fyra familjer äger 26.7% av kapitalet och kontrollerar 65.8% av rösterna i Elos. Två av familjerna har varsin styrelseplats och fram till stämman var även Familjen Öster representerad.

Nordea, Svolder och HealthInvest finns högt upp på ägarlistan

Två institutionella ägare kontrollerar med än 10% av kapitalet. Nordea äger via sina småbolagsfonder (Sverige och Norden) 13.9% av kapitalet (6.3% av rösterna) och Svolder har 11.5% av kapitalet (5.1% av rösterna). Den välrenommerade svenska sektorspecialisten Healthinvest äger knappt 5% av kapitalet.

Relativt oupptäckt bland småsparare

Aktien är relativt oupptäckt bland småsparare och andra privatpersoner. Nordnet ägde 2.6% av kapitalet i slutet av april och Avanza 0.5% i slutet av mars.

Aktieägare 30 april 2018	A	B	A+B	Kapital	Röster
Fam. Öster inkl. bolag	378,826	433,924	812,750	10.1%	23.5%
Fam. Runmarker	297,946	218,900	516,846	6.4%	17.8%
Fam. Nilsson	260,880	163,374	424,254	5.3%	15.4%
Fam. Molin	136,000	263,999	399,999	5.0%	9.0%
Nordea	0	1,122,962	1,122,962	13.9%	6.3%
Svolder	0	924,259	924,259	11.5%	5.1%
HealthInvest	0	378,036	378,036	4.7%	2.1%
Ulrika Erlandsson	26,088	105,101	131,189	1.6%	2.0%
Magledal Holding APS	0	240,533	240,533	3.0%	1.3%
Nordnet	0	212,084	212,084	2.6%	1.2%
Övriga	0	2,905,088	2,905,088	36.0%	16.2%
Totalt	1,099,740	6,968,260	8,068,000	100.0%	100.0%

Källa: Elos Medtech (ägardata enligt Euroclear 180430)

Aktieägandet hos styrelse och ledning finns angivna i de avsnitten

Aktieägandet och eventuella teckningsoptioner för ledning och styrelse framgår under respektive rubrik tidigare i det här avsnittet. Bakom Magledal på listan ovan står Søren Olesen, VD för Elos Medtech Pinol A/S, som ägde verksamheten innan han sålde den till Elos och fick delvis betalt i aktier.

VD som avgick för tre år sedan har kvar en del av aktierna

Bolagets förre VD Göran Brorsson som avgick 2015 har fortfarande ett betydande aktieinnehav, även om större delen av hans ursprungliga innehav avyttrats i takt med att han investerat i bolag han engagerat sig i.

Teckningsoptioner inom ramen för incitamentsprogram

Aktiekursen behöver fördubblas på 1.5 år för att lednings ska ha anledning att teckna aktier...

Vid årsstämman 2016 infördes ett incitamentsprogram till ledande befattningshavare. Efter den nyligen genomförda nyemissionen har antal och belopp justerats. Nu ger de 251,500 utgivna teckningsoptionerna rätt att teckna 271,620 aktier till ett belopp av SEK 136.32 (147.00) per aktie. Aktierna kan tecknas under Q4 2019.

...och än så länge har vi valt att inte räkna med att så kommer bli fallet.

Med tanke på att det är långt från dagens aktiekurs (och över vårt motiverade värde) har vi inte räknat med att aktierna kommer tecknas, men om aktiekursen kommer upp betydligt kommer vi ta med det i våra prognoser. Utspädningen skulle dock bli begränsad och till en del kompenseras av kassaflödet som tillförs bolaget. Alla teckningsoptioner har inte delats ut än.

Nyemission

Emissionen tillförde ca SEK 100m till bolaget

Nyemissionen som genomfördes under Q1 övertecknades med 58%. Den omfattade 2.017 miljoner aktier till kursen SEK 52. Från det totala beloppet på SEK 104.9m dras emissionskostnader på ca SEK 4.5m, vilket innebär att bolaget tillfördes ca SEK 100.4m.

Huvudägarna backade upp bolaget finansiellt, men fick en något lägre andel av rösterna efter emissionen.

Emissionen omfattade endast B-aktier. I nedanstående tabell visas huvudägarnas aktieinnehav och andel av röster och kapitalet före emissionen. Baserat på informationen i prospektet om teckningsåtaganden har vi räknat ut hur emissionen förändrat innehaven. Enligt de förutsättningarna skulle familjernas andel av kapitalet bli 28.8 (29.3) procent och 66.7 (71.7) procent av rösterna. Det kan dock ha skett andra ägarförändringar. Troligen har i stort sett samtliga tagit sina andelar, även om det inte angavs i prospektet.

Tillgång till kapital kan vara viktigt för att tillvarata värdeskapande möjligheter

Sammantaget har huvudägarna valt att i backa upp bolaget finansiellt, vilket vi anser är mycket gott tecken för bolagets framtida utveckling. Vi kan tänka oss scenarier där exempelvis värdeskapande förvärv kan behöva finansieras med nyemissioner. Att ägarna ställde upp den här gången innebär inte nödvändigtvis att de kan och vill göra det framöver, men det omvända hade varit negativt.

Aktieägare inför emission och enligt åtaganden

Aktieägare	Före emissionen				Efter emissionen			
	A	B	Kap%	Röst%	A	B	Kap%	Röst%
Venova AB. fam Öster	378,826	72,136	7.5%	24.2%	378,826	222,456	7.5%	22.3%
Öster Thomas med familj	0	136,775	2.3%	0.9%	0	182,366	2.3%	1.0%
Övriga, Familjen Öster	0	21,876	0.4%	0.1%	0	21,876	0.3%	0.1%
Familjen Öster inkl. bolag	378,826	230,787	10.1%	25.2%	378,826	426,698	10.0%	23.5%
Lars Runmarker	297,946	174,770	7.8%	19.8%	297,946	332,341	7.8%	18.4%
Övriga, Familjen Runmarker	0	35,100	0.6%	0.2%	0	35,100	0.4%	0.2%
Familjen Runmarker	297,946	209,870	8.4%	20.0%	297,946	367,441	8.2%	18.6%
Bo Nilsson	260,880	25,430	4.7%	16.5%	260,880	120,866	4.7%	15.2%
Övriga, Familjen Nilsson	0	68,437	1.1%	0.4%	0	68,437	0.8%	0.4%
Familjen Nilsson	260,880	93,867	5.9%	16.9%	260,880	189,303	5.6%	15.6%
Molin Elna, dödsbo	136,000	66,400	3.3%	8.9%	136,000	133,866	3.3%	8.3%
Molin Kent	0	97,000	1.6%	0.6%	0	129,333	1.6%	0.7%
Övriga, Familjen Molin	0	0	0.0%	0.0%	0	0	0.0%	0.0%
Familjen Molin	136,000	163,400	4.9%	9.6%	136,000	263,199	4.9%	9.0%
Nordea Investment Funds	0	842,222	13.9%	5.3%	0	1,137,544	14.1%	6.3%
Svolder Aktiebolag	0	667,000	11.0%	4.2%	0	889,333	11.0%	5.0%
Ulrika Erlandsson	26,088	72,304	1.6%	2.1%	26,088	105,101	1.6%	2.0%
Healthinvest Partners AB	0	219,500	3.6%	1.4%	0	292,666	3.6%	1.6%
Magledal Holding APS	0	180,400	3.0%	1.1%	0	240,533	3.0%	1.3%
Eccenovo AB	0	133,903	2.2%	0.8%	0	178,537	2.2%	1.0%
Mårtensson Yvonne	0	14,200	0.2%	0.1%	0	18,933	0.2%	0.1%
Övriga	0	2,123,807	35.1%	13.3%	0	2,858,972	35.4%	15.9%
Totalt	1,099,740	4,951,260	100.0%	100.0%	1,099,740	6,968,260	100.0%	100.0%

Källa: Elos Medtech

Financial statements and valuation

Income statement												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net sales	358.2	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	639.3	684.5	728.9	772.9
COGS	-246.9	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-457.2	-483.3	-508.8	-534.1
Gross profit	111.3	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	182.2	201.2	220.1	238.9
Other operating income	1.7	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.7	0.5	0.3	0.2
OPEX incl. Depr.+Amort.	-90.1	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-137.5	-145.8	-153.8	-161.6
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	45.4	55.9	66.6	77.5
Interest income	0.2	4.4	6.6	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest expenses	-6.9	-9.1	-16.1	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-8.0	-7.1	-6.3	-5.6
Other financial items	0.0	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	2.3	0.0	0.0	0.0
PTP	16.2	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	39.7	48.8	60.3	71.9
Tax	-4.6	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-9.1	-10.7	-13.3	-15.8
Net profit	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	30.5	38.0	47.0	56.1
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.	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	30.5	38.0	47.0	56.1
EPS, reported	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	4.02	4.71	5.83	6.95
EPS, fully diluted	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	4.02	4.71	5.83	6.95
Dividend per share	1.50	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.60	1.90	2.30	2.80
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.4	115.3	130.0	143.1
Depreciation	-21.5	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-46.0	-51.9	-56.2	-58.6
Amortization	-6.2	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-8.0	-7.5	-7.2	-7.1
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	45.4	55.9	66.6	77.5
Capitalized devel.	1.9	2.0	13.0	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0

Source: Murgata Equity Research and company data

Adjusted P&L												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net sales	358.2	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	639.3	684.5	728.9	772.9
Gross profit	111.3	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	182.2	201.2	220.1	238.9
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	45.4	55.9	66.6	77.5
EBITA	29.0	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	53.4	63.3	73.8	84.6
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.4	115.3	130.0	143.1
PTP	16.2	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	39.7	48.8	60.3	71.9
Net profit	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	30.5	38.0	47.0	56.1
Net profit to shareholders	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	30.5	38.0	47.0	56.1
EPS, adjusted	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.79	4.71	5.83	6.95
Gross margin, adj.	31.1%	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.5%	29.4%	30.2%	30.9%
EBIT margin, adj.	6.4%	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.1%	8.2%	9.1%	10.0%
EBITDA margin, adj.	14.1%	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	16.8%	17.8%	18.5%
Sales growth	-15.1%	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	10.6%	7.1%	6.5%	6.0%
EBIT adj. growth	137.7%	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	6.3%	23.1%	19.2%	16.3%
EBITDA adj. growth	-1.1%	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	5.7%	16.0%	12.8%	10.1%
EPS adj. growth	640.4%	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	1.4%	24.5%	23.7%	19.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
Non-current assets	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Goodwill	36.1	42.8	41.6	42.8	45.1	234.9	253.8	235.1	235.1	235.1	235.1	235.1
Capitalised dev. cost	6.6	4.7	15.9	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	5.5	5.2	5.1	5.2
Intangible assets, other	6.9	12.3	12.8	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	24.4	23.5	23.2	23.3
Tangible fixed assets	202.1	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	378.6	416.7	404.1	392.0
Financial assets	0.6	0.0	4.2	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Deferred tax assets	0.0	0.0	6.2	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	10.3	12.7	15.7	18.7
Total non-current assets	252.3	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.2	693.6	683.7	674.7
Current assets												
Inventories	94.3	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	150.1	163.2	174.3	185.2
Accounts receivable	51.7	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	75.0	81.6	87.1	92.6
Current tax receivables	0.8	4.6	1.3	2.4	0.8	5.6	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Other curr. receivables	20.2	8.6	7.2	9.1	5.2	3.6	2.1	4.0	4.4	4.7	5.0	5.3
Prepaid exp., accr. inc.	4.9	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	3.8	4.1	4.4	4.6
Cash and equivalents	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	99.5	61.5	83.4	111.5
Total current assets	234.6	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	334.0	316.3	355.3	400.3
Total assets	486.9	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	988.2	1,009.9	1,039.0	1,075.0
Shareholders equity	210.3	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	502.4	528.3	561.3	600.1
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	210.3	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	502.4	528.3	561.3	600.1
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	126.1	155.7	141.4	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	205.8	205.8	205.8	205.8
Deferred tax liabilities	20.3	27.0	26.8	25.4	21.2	22.8	30.1	30.8	32.3	33.9	35.6	37.4
Other long-term liab.	15.5	17.8	34.3	33.3	26.3	67.2	28.8	36.9	36.9	36.9	36.9	36.9
Total non-current liab.	161.8	200.5	202.5	167.2	162.7	331.2	282.2	273.5	275.0	276.6	278.3	280.1
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	58.8	53.4	71.7	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	125.5	112.9	101.7	91.5
Accounts payable	23.7	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.3	36.3	38.7	41.1
Advances from cust.	0.9	0.5	1.5	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accrued exp., prep. inc.	18.0	34.6	33.6	33.3	31.3	33.2	38.7	37.9	41.7	45.3	48.4	51.4
Current tax liabilities	0.0	0.9	1.5	6.8	3.8	0.0	0.8	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3
Other current liabilities	13.4	5.4	7.7	7.0	7.6	81.8	50.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
Total current liabilities	114.8	116.1	134.6	130.4	106.4	219.8	238.6	205.1	210.8	205.0	199.4	194.8
Total equity and liab.	486.9	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	988.2	1,009.9	1,039.0	1,075.0

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet metrics												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net IB debt	122	179	190	139	32	284	313	322	232	257	224	186
Net debt/Equity	58%	83%	94%	60%	9%	86%	85%	87%	46%	49%	40%	31%
Net debt/EBITDA adj.	2.4	3.2	3.5	2.2	0.5	3.6	3.2	3.4	2.3	2.2	1.7	1.3
Net working capital	116	136	131	127	113	67	90	149	149	163	174	185
NWC/Net sales	32.3%	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	23.3%	23.8%	23.9%	24.0%
Invested capital	368	440	442	426	412	700	734	751	793	843	842	841
Capital employed	431	470	470	460	540	741	774	761	893	905	926	953
ROE	5.8%	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	7.0%	7.4%	8.6%	9.7%
ROIC	4.5%	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	4.7%	5.5%	6.3%	7.3%
ROCE	5.1%	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	6.2%	7.3%	8.2%
ROA	2.3%	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	3.3%	3.8%	4.6%	5.3%

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow statement												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.4	115.3	130.0	143.1
Financial items	-6.7	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-5.7	-7.1	-6.3	-5.6
Taxes paid	-4.6	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-9.1	-10.7	-13.3	-15.8
Other	0.7	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from op. bef. ch in wc	39.9	49.8	44.9	58.7	61.4	62.4	91.1	82.5	84.5	97.4	110.5	121.7
Change in WC	8.4	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-0.1	-13.6	-11.5	-11.3
CF from operating activities	48.3	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	84.4	83.8	99.0	110.4
Acquisitions/Divestments	0.0	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-42.8	-40.0	-41.5	-12.2	-23.7	-46.1	-29.3	-37.6	-95.9	-96.4	-50.5	-53.6
CF from investments	-42.8	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-95.9	-96.4	-50.5	-53.6
Change in interest-bearing debt	-21.3	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	0.0	-12.5	-11.3	-10.2
Change 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	0.0	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-12.9	-15.3	-18.6
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	0.0	0.0	0.0
Other	0.0	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from financial activities	-21.3	-12.2	-3.8	-40.0	-53.1	57.8	-71.8	-53.3	101.4	-25.5	-26.6	-28.7
CF adj. (divestment etc)	57.2	0.0	0.0	8.1	120.1	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow for the period	41.4	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	89.9	-38.0	21.8	28.1
Cash and eq. at period's start	21.4	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	99.5	61.5	83.4
Exch. diff. for cash and eq.	-0.1	0.0	-0.5	-19.8	-4.2	0.8	0.9	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash and eq. at period's end	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	99.5	61.5	83.4	111.5

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow for analysis												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.4	115.3	130.0	143.1
Taxes: Operational	-4.6	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-9.1	-10.7	-13.3	-15.8
Change in WC	8.4	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-0.1	-13.6	-11.5	-11.3
CAPEX	0.0	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-95.9	-96.4	-50.5	-53.6
Other	0.7	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFF	54.9	-11.0	-2.2	52.6	15.4	-6.2	68.5	40.8	-5.8	-5.4	54.8	62.4
Financial items	-6.7	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-5.7	-7.1	-6.3	-5.6
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	0.0	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFE	48.3	-15.6	-5.8	42.5	5.4	-17.0	63.7	24.4	-11.5	-12.5	48.5	56.8
Acquisitions/Divestments	0.0	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ch. in interest-bearing debt	-21.3	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	0.0	-12.5	-11.3	-10.2
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	0.0	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-12.9	-15.3	-18.6
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	0.0	0.0	0.0
Other	14.4	10.1	9.7	20.7	137.4	30.9	5.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total cash flow	41.4	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	89.9	-38.0	21.8	28.1

Source: Murgata Equity Research and company data

Valuation data												
[SEKm]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<u>Shares</u>												
End of period, bef. dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068
End of period, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, before dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.592	8.068	8.068	8.068
Average, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.592	8.068	8.068	8.068
<u>Enterprise value</u>												
Share price, end of period	47	46	31	60	68	124	99	65	70	70	70	70
Shares for valuation	6	6	6	6	6	6	6	6	8	8	8	8
Market cap	281	278	185	360	411	747	596	393	568	568	568	568
Net IB debt	122	179	190	139	32	284	313	322	232	257	224	186
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	404	458	374	499	443	1031	909	715	800	825	792	754
<u>Valuation</u>												
P/S	0.8	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
P/E adj	24.3	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	18.6	14.9	12.1	10.1
P/BV	1.3	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/S	1.1	1.1	0.9	1.4	1.2	2.0	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBIT adj	17.7	20.3	20.7	18.4	13.4	33.8	21.3	16.7	17.6	14.8	11.9	9.7
EV/EBITA adj	13.9	16.3	16.9	16.7	12.3	27.9	17.7	14.0	15.0	13.0	10.7	8.9
EV/EBITDA adj	8.0	8.2	6.9	7.8	6.5	13.0	9.3	7.6	8.0	7.2	6.1	5.3
FCFE yield	17.2%	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.0%	-2.2%	8.5%	10.0%
Dividend yield	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	2.3%	2.7%	3.3%	4.0%
Payout ratio	78.3%	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	39.8%	40.3%	39.4%	40.3%

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.