

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 100

Syr ut kostymen för att ha något att växa i

Aktiekurs: SEK 72.00

Vi har nyligen tagit upp bevakning av Elos Medtech och gör relativt små estimatförändringar med anledning av Q2-rapporten. Aktien har hållits nere av ett antal faktorer, men vi anser att det är dags för investerare att blicka framåt. Vi behåller vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie oförändrat.

Kvalitetsbolag med diversifierad defensiv exponering

Elos Medtech genomför just nu omfattande investeringar i utbyggd produktionskapacitet, vidtar kraftfulla åtgärder för att förbättra lönsamheten och ställer om organisationen till att arbeta på ett mer kundorienterat sätt. Med hög kompetens inom medtech och en geografisk bredd är bolaget en attraktiv partner i den pågående outsourcing-trenden.

Q2 något under vår prognos men små estimatförändringar

Elos försäljning växte med 5.8% i lokala valutor jämfört med vår prognos på 6.2%. Rapporterad försäljning och justerad EBIT kom in SEK 2.5m respektive SEK 1.8m under våra estimat. Nettoeffekten av våra prognosförändringar är svagt negativ för 2018E och svagt positiv för de följande åren. Vi är lättade över att den legala processen i USA lagts ned och det sänker risknivån.

Vi behåller vårt motiverade värde SEK 100 per aktie

Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 117 och vi anser att aktien är billig i jämförelse med peers, sin egen historik och i förhållande till de tillväxt möjligheter bolaget har framför sig. Bolaget har lagt en utmanande perioden bakom sig och vi anser att det är dags att blicka framåt. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie.

Key figures (SEK)

Year end: December	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales	552	578	638	684	732
EBIT	43	43	43	57	70
EBITDA	97	94	96	116	133
PTP	38	26	37	49	62
EPS adj	4.38	3.73	3.59	4.72	6.01
DPS	1.30	0.00	1.20	1.90	2.40
Sales growth	9.6%	4.7%	10.4%	7.3%	6.9%
EBIT margin	7.7%	7.4%	6.7%	8.4%	9.5%
EBITDA margin	17.6%	16.3%	15.1%	17.0%	18.1%
EPS adj. growth	64.6%	-14.7%	-3.8%	31.3%	27.4%
Net debt	313	322	239	262	228
Net debt/Equity	85%	87%	48%	50%	40%
Net debt/EBITDA	3.2	3.4	2.5	2.3	1.7
EV/S	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBIT	21.3	16.7	19.3	14.7	11.6
EV/EBITDA	9.3	7.6	8.5	7.3	6.1
P/E adj.	22.5	17.4	20.0	15.3	12.0
P/BV	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0
Dividend yield	1.3%	0.0%	1.7%	2.6%	3.3%
FCFE-yield	10.7%	6.2%	-3.2%	-2.2%	8.4%

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)	581
Net debt (SEKm)	220
EV (SEKm)	801
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 25 October 2018

Estimate revisions

(%)	2018E	2019E	2020E
Net sales	-0.2%	0.0%	0.4%
EBIT	-6.4%	2.3%	4.4%
EBITDA	-5.4%	2.0%	4.0%
EPS adj.	-5.1%	0.0%	3.0%



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

Innehåll

Investment case	3
Estimat, värdering och aktie	4
Gungor och karuseller i Q2	5
Fortsatta satsningar och avslutad legal process	5
Resultaträkning: Avvikelse och estimatrevideringar	5
Försäljning: Avvikelse och estimatrevideringar	7
Estimat	11
Försäljningsestimat	11
Resultaträkning	12
Värdering och aktie	14
Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)	14
Värdering jämfört med svenska peers	16
Värdering jämfört med bolagets egna historik	18
Financial statements and valuation	19
Viktig information/Disclaimer	23

Investment case

Vi har nyligen tagit upp bevakningen av Elos Medtech. Vi har gjort vissa omdisponeringar av försäljningsestimaten i enlighet med avvikelserna i Q2-rapporten, men nettoeffekten på våra estimat är begränsad. Aktien har hållits nere av tillfälliga faktorer och är lägst värderat av de svenska jämförelsebolag vi anser är relevanta. Vi tycker att det är hög tid för investerare att blicka framåt. Vi behåller vårt motiverade värde på SEK 100 oförändrat.

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, huvudägarna tog sina andelar och nya ägare tillkom. 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 och vi tror att den redan inletts, även om Q2 inte blev den tydliga milstolpen som vi hade hoppats på.

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

Estimat, värdering och aktie

Vi räknar med 10% 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. Elos genomför för närvarande omfattande investeringar i två anläggningar för att kunna tillvarata möjligheterna inom framför allt Dental och Orthopedics. Om allt går bra finns det potential att slå våra förväntningar, 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 modellerar en marginal på över 10% år 2021E. 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	637.8	684.5	731.9	778.3
EBIT	30.5	42.7	42.7	42.5	57.2	69.6	81.7
EBITDA	79.3	97.3	94.0	96.3	116.1	132.6	147.5
EPS, adjusted	2.66	4.38	3.73	3.59	4.72	6.01	7.27
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	28.0%	29.4%	30.2%	31.0%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	6.7%	8.4%	9.5%	10.5%
EBITDA-marginal	15.7%	17.6%	16.3%	15.1%	17.0%	18.1%	19.0%
Försäljningstillväxt	32.2%	9.6%	4.7%	10.4%	7.3%	6.9%	6.3%
EBIT-tillväxt	-7.9%	40.0%	0.0%	-0.5%	34.5%	21.7%	17.5%
EBITDA-tillväxt	16.9%	22.8%	-3.4%	2.5%	20.6%	14.2%	11.3%
EPS-tillväxt	-31.2%	64.6%	-14.7%	-3.8%	31.3%	27.4%	21.0%

Source: Murgata Equity Research and company data

Kombinationen av försäljningstillväxt och marginalexpansion ger en attraktiv vinststillväxt 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 vinststillväxten 2018E, även om vi räknar med en god sekventiell utveckling.

Högre vinststillväxt 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 har jämfört Elos värdering med svenska bolag vi anser är relevanta och Elos är lägre värderat än samtliga jämförelsebolag. Elos är även lågt värderat jämfört med sina egna historiska multiplar. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 117 per aktie, men vi tror att aktiemarknaden behöver se åtminstone ytterligare en bra rapport innan de nivåerna blir aktuella. Vi sätter därför vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie.

Aktien handlas nära vårt pessimistiska scenario ("Bear case") som ligger på SEK 71. Vi tolkar det som att marknaden prisar in ett betydligt sämre scenario än vi anser är rimligt. Vårt optimistiska scenario ("Bull case") ligger på SEK 185 per aktie. Det är troligen nära bolagets egna målsättningar och om det skulle infrias skulle aktien dubblas från nuvarande nivå.

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

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

Tillväxt och marginalexpansion...

...kan leda till multipelexpansion.

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

Lågt ställda förväntningar och potential till kursdubbling

Gungor och karuseller i Q2

Försäljningen som helhet kom in nära våra förväntningar, men det var en hel del avvikelser på detaljnivå. Justerat för engångskostnader var resultatet endast marginellt lägre än vår prognos. Våra prognosförändringar är relativt små. Investeringarna för tillväxt fortsätter och bolaget tar krafttag för att förbättra lönsamheten. Vi är lättade av att den legala processen i USA avslutats.

Fortsatta satsningar och avslutad legal process

Satsningar på Dental och Orthopedics

I rapporten upprepar bolaget att huvudfokus är på Dental och Orthopedics där enheterna specialiseras i syfte att erbjuda produkter som är "best in class" samtidigt som verksamheten samordnas på ett kundorienterat sätt. Bolaget genomför nu betydande investeringar för att kunna möta en väntat hög efterfrågan under de närmaste åren.

Förändringar i Timmersdala

I Timmersdala har det skett organisatoriska förändringar och bolaget skriver att det arbetar "intensivt med förbättringar och förväntar oss en resultathöjning".

Legal processen avslutad med begränsade kostnader

Det var även en lättnad att Elos meddelade att den legala processen i USA är avslutad. Kostnaderna uppgick till SEK 1.3m, vilka vi anser är måttligt. Vi hade inte räknat med att det skulle få några betydande negativa konsekvenser, men nu när den processen är avslutad är risknivån i såväl bolaget som aktien lägre.

Resultaträkning: Avvikelser och estimatrevideringar

Försäljningen

Något lägre försäljning...

Försäljningen i Q2 kom in 1.5% (SEK 2.5m) under vår prognos. Läs mer detaljer om avvikelser och vilka estimatrevideringar vi gjort i det följande avsnittet.

EBIT

...och något lägre justerad EBIT jämfört med våra estimat, vilket berodde...

Rapporterad EBIT i Q2 var SEK 5.2m, men inkluderade engångskostnader som uppgick till totalt SEK 5.6m (SEK 1.3m för legala kostnader, resten för förändringar i Timmersdala och avvecklingen av Cresco). Därmed blev justerad EBIT 10.8 (13.5) SEKm jämfört med vår prognos på SEK 12.6m. Den negativa avvikelser på SEK 1.8m på EBIT-raden förklaras till stor del av den lägre försäljningen (SEK 2.5m).

Bruttomarginal

...på att även den justerade bruttomarginalen kom in lägre än våra förväntningar.

Den rapporterade bruttomarginalen på 25.7 (30.4) procent var betydligt lägre än vårt estimat på 29.2%. Även om bolaget inte särredovisade det tror vi att en del av engångskostnaderna var relaterade till lagernedskrivning av Cresco-produkterna som slutade säljas under kvartalet. Vi vet inte exakt hur stor del av engångskostnaderna som påverkade kostnaden för sålda varor, men vi modellerar med SEK 2.5m. Det skulle i så fall innebära att den justerade bruttomarginalen var cirka 27.2% istället för 25.7%. Det är fortfarande lägre än vi förväntade oss, men skillnaden förklaras också av den lägre försäljningen. Vi gör små justeringar av våra bruttomarginalantaganden.

Finansnetto, skatt och resultat efter skatt

God kostnadskontroll räddade resultatet

De finansiella kostnaderna var något högre än vår prognos, men valutakursdifferenserna var något högre. Den rapporterade skatten var lägre än vi räknat med, vilket förklaras av den lägre vinsten jämfört med våra estimat. Det rapporterade resultatet efter skatt på SEK 3.4m, men justerar vi för engångskostnader det SEK 9.0m. Det är bättre än förra årets SEK 4.9m och nära vår prognos på SEK 9.2m.

Avvikelser: Resultaträkning

[SEKm]	2Q17	2Q18	Diff	Estimat	Diff
Nettoomsättning	155.6	166.0	10.4	168.5	-2.5
Kostnad för sålda varor	-108.3	-123.3	-15.0	-119.3	-4.0
Bruttoresultat	47.3	42.7	-4.6	49.2	-6.5
Försäljningskostnader	-10.7	-11.1	-0.4	-10.6	-0.5
Administrationskostnader	-18.6	-22.0	-3.4	-21.9	-0.1
Utvecklingskostnader	-4.3	-3.7	0.6	-4.2	0.5
Övriga rörelseint./kostn.	-0.2	-0.7	-0.5	0.2	-0.9
Rörelseresultat	13.5	5.2	-8.3	12.6	-7.4
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-2.3	-2.4	-0.1	-2.0	-0.4
Valutakursdifferenser	-5.3	2.4	7.7	1.2	1.2
Resultat efter finansiella poster	5.9	5.2	-0.7	11.8	-6.6
Skatter	-1.0	-1.8	-0.8	-2.6	0.8
Resultat efter skatt	4.9	3.4	-1.5	9.2	-5.8
EPS, reported	0.81	0.42	-0.39	1.14	-0.72
EPS, adjusted	0.81	0.42	-0.39	1.14	-0.72
Tillväxt, Nettoomsättning	2.6%	6.7%	4.0%	8.3%	-1.6%
Bruttomarginal	30.4%	25.7%	-4.7%	29.2%	-3.5%
EBIT-marginal	8.7%	3.1%	-5.5%	7.5%	-4.4%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Net sales	637.8	684.5	731.9	639.3	684.5	728.9	-0.2%	0.0%	0.4%
Gross profit	178.6	201.2	221.4	182.2	201.2	220.1	-2.0%	0.0%	0.6%
EBIT	42.5	57.2	69.6	45.4	55.9	66.6	-6.4%	2.3%	4.4%
EBITA	50.5	64.6	76.7	53.4	63.3	73.8	-5.4%	2.0%	4.0%
EBITDA	96.3	116.1	132.6	99.4	115.3	130.0	-3.1%	0.7%	1.9%
PTP	36.9	48.8	62.1	39.7	48.8	60.3	-6.9%	0.0%	3.0%
Net profit	29.0	38.0	48.5	30.5	38.0	47.0	-5.1%	0.0%	3.0%
Net profit to shareholders	29.0	38.0	48.5	30.5	38.0	47.0	-5.1%	0.0%	3.0%
EPS, adjusted	3.59	4.72	6.01	3.79	4.71	5.83	-5.1%	0.0%	3.0%
							Förändring (procentenh.)		
Sales growth	10.4%	7.3%	6.9%	10.6%	7.1%	6.5%	-0.3%	0.3%	0.4%
Gross margin, adj.	28.0%	29.4%	30.2%	28.5%	29.4%	30.2%	-0.5%	0.0%	0.1%
EBIT margin, adj.	6.7%	8.4%	9.5%	7.1%	8.2%	9.1%	-0.4%	0.2%	0.4%
EBITDA margin, adj.	15.1%	17.0%	18.1%	15.5%	16.8%	17.8%	-0.4%	0.1%	0.3%

Source: Murgata Equity Research and company data

Försäljning: Avvikelser och estimatrevideringar

Tillväxten i lokala valutor blev 5.8% jämfört med vår prognos på 6.2%

Försäljningen kom in på 166.0 (155.6) SEKm, vilket var 1.5% under vår prognos på SEK 168.5m. Det innebär att den rapporterade tillväxten blev 6.7% jämfört med vår prognos på 8.3%, men skillnaden förklaras till stor del av olika antaganden kring valutapåverkan. Elos växte med 5.8% i lokala valutor, medan vår prognos var 6.2%.

Positiva och negativa avvikelser tog till stor del ut varandra

Även om den underliggande tillväxten var nära våra förväntningar berodde det i ärlighetens namn till stor del på "gungor och karuseller", snarare än att vi prickat rätt på alla komponenter.

Avvikelser: Försäljning per segment					
[SEKm]	2Q17	2Q18	Diff	Estimat	Diff
Dental Implant Systems	54.0	53.5	-0.5	62.8	-9.3
Diagnostics	9.4	10.5	1.1	9.9	0.6
Hearing Device & Vibration	20.7	27.2	6.5	22.8	4.4
Orthopedics	45.9	48.4	2.5	46.8	1.6
Other Medical Areas	25.6	26.4	0.8	26.2	0.2
Totalt	155.6	166.0	10.4	168.5	-2.5
<u>Tillväxt</u>					
Dental Implant Systems	8.2%	-0.9%	-9.1%	16.2%	-17.2%
Diagnostics	6.8%	11.7%	4.9%	5.4%	6.3%
Hearing Device & Vibration	-6.8%	31.4%	38.2%	10.0%	21.4%
Orthopedics	-6.7%	5.4%	12.2%	2.0%	3.4%
Other Medical Areas	19.1%	3.1%	-15.9%	2.3%	0.8%
Totalt	2.6%	6.7%	4.0%	8.3%	-1.6%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Dental Implant Systems	218.2	238.4	257.8	232.1	253.5	273.8	-6.0%	-6.0%	-5.9%
Diagnostics	34.0	37.5	41.1	33.3	36.5	39.9	2.1%	2.5%	2.9%
Hearing Device & Vibration	97.5	102.8	109.7	90.1	94.2	98.0	8.2%	9.2%	11.9%
Orthopedics	187.1	200.3	214.0	184.1	196.8	210.2	1.6%	1.8%	1.8%
Other Medical Areas	101.0	105.5	109.3	99.6	103.5	107.0	1.4%	2.0%	2.2%
Totalt	637.8	684.5	731.9	639.3	684.5	728.9	-0.2%	0.0%	0.4%
<u>Tillväxt</u>							<u>Förändring (procentenh.)</u>		
Dental Implant Systems	8.0%	9.3%	8.1%	14.9%	9.2%	8.0%	-6.9%	0.0%	0.1%
Diagnostics	12.5%	10.2%	9.7%	10.2%	9.7%	9.3%	2.3%	0.5%	0.4%
Hearing Device & Vibration	19.8%	5.5%	6.7%	10.7%	4.5%	4.0%	9.0%	1.0%	2.6%
Orthopedics	12.7%	7.0%	6.8%	10.9%	6.9%	6.8%	1.8%	0.2%	0.0%
Other Medical Areas	2.8%	4.4%	3.6%	1.3%	3.9%	3.4%	1.4%	0.6%	0.2%
Totalt	10.4%	7.3%	6.9%	10.6%	7.1%	6.5%	-0.3%	0.3%	0.4%
Tillväxt lokala valutor	7.3%	6.4%	6.9%	8.3%	6.5%	6.5%	-1.0%	-0.1%	0.4%

Source: Murgata Equity Research and company data

Dental Implant Systems

Dental var betydligt sämre än vi räknat med

Den största avvikelser (och den enda negativa) var Dental Implant Systems som kom in på ungefär samma nivå som förra året. Försäljningen i Q2 blev 53.5 (54.0) SEKm, vilket var långt under vår prognos på SEK 62.8m.

I vår initiering för en dryg månad sedan signalerade vi en osäkerhet kring just det här området på grund av att Elos lagt ner Cresco-produkterna (se sidan 16 i initieringen):

”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.”

Som vi flaggat för påverkade de nedlagda produkterna resultatet, även om vi inte vet exakt hur mycket

Försäljningen upphörde i mitten av kvartalet (15 maj) och det bör ha blivit en viss positiv effekt av att kunder passade på att köpa innan försäljningen upphörde, samtidigt som försäljningen uteblev under andra halvan av kvartalet. Nettoeffekten av Cresco-systemet i Q2 var antagligen inte så stor, men i Q3 påverkas hela kvartalet av den uteblivna Cresco-försäljningen samtidigt som det inte finns någon positiv effekt av att kunder köper i någon ”lagerrensning”.

En del av engångskostnaderna på totalt SEK 5.6m berodde nedläggningen av Cresco-systemet. Elos redovisar inte hur mycket, men i vår modell räknar vi med att det var en nedskrivning av lager på SEK 2.5m som belastat kostnad för sålda varor.

Vi drar örnen åt oss eftersom bolaget flaggar för produktionsbortfall...

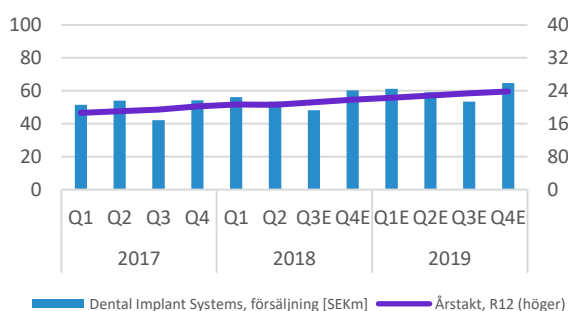
I VD-ordet framgår även att Dental Implant Systems ”har en ökad efterfrågan på nya projekt från flera nyckelkunder samtidigt som vi har tappat ett antal produkter, huvudsakligen till kunders egen produktion”. Bolaget kvantifierar inte vilken inverkan produktionsbortfallet har. Vi tror inte att omfattningen blir alltför dramatisk och bolaget lär på sikt kunna ersätta det med nya produkter och det är inte omöjligt att produkterna kommer tillbaka. Vis av tidigare erfarenheter vet vi dock att bortfall av produkter går snabbt, samtidigt som det tar en viss tid innan produktionen av nya produkter genererar betydande försäljning.

Sammantaget var kvartalet inom Dental Implant Systems betydligt sämre än vi förväntat oss och det beror inte enbart på engångseffekter och normala fluktuationer. Därmed består osäkerheten vi såg inför det här kvartalet, en av andra anledningar.

...och vi sänker därför prognoserna rejält, men hoppas att bolaget ska överraska positivt.

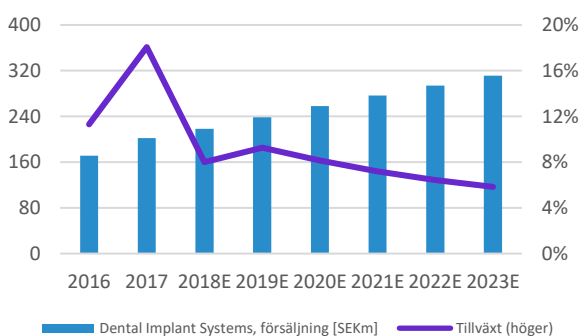
Vi sänker vår försäljningsprognos inom Dental för 2018E-2020E med 6%. I de här situationerna föredrar vi att sänka estimaten med ett ordentligt ”Alexanderhugg” istället för att under flera kvartal justera ned dem enligt ”osthyvelsprincipen”. Det återstår att se om det är tillräckligt, men vi hoppas att bolaget kommer överraska positivt. Det här kommer vara en viktig fokuspunkt att följa under de närmaste kvartalen.

Dental Implant Systems: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Dental Implant Systems: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Diagnostics

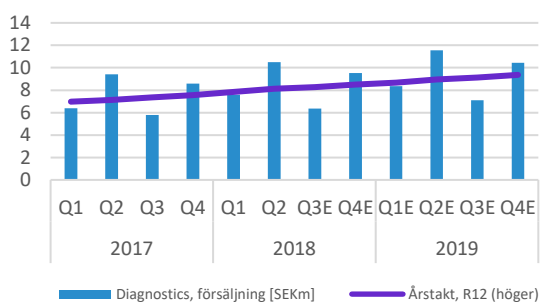
Diagnostics hade ännu ett bra kvartal och växte med 11.7% till 10.5 (9.4) SEKm jämfört med vår prognos på SEK 9.9m.

Diagnostics slog våra förväntningar och vi justerar upp estimaten.

Bolaget skriver att de har "stärkt positionen hos våra befintliga kunder genom flera nya projekt samtidigt som vi expanderar vårt erbjudande globalt".

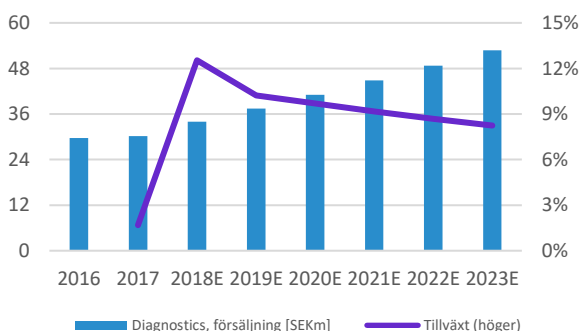
Vi höjer vår prognos med 2-3%, men Diagnostics är fortfarande en relativt liten del av Elos och höjningen motsvarar bara cirka SEK 1m per år.

Diagnostics: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Diagnostics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Hearing Device & Vibration

Häpnadsväckande bra kvartal...

Det här var den stora positiva överraskningen i rapporten. Försäljningen växte med hela 31.4% till 27.2 (20.2) SEKm, jämfört med vår prognos på SEK 22.8m.

Bolaget skrev att de såg "en stabilisering av tidigare turbulens inom Hearing Device & Vibration och vi förväntade oss en återhämtning under 2018".

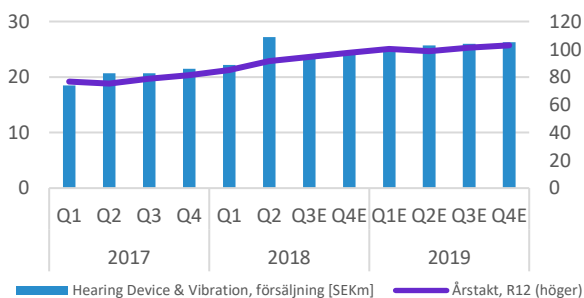
...och det kanske inte beror på någon tillfällig effekt...

Exakt vad denna turbulens består av, hur den har påverkat bakåt och framför allt hur det kan tänkas påverka närmaste tiden är lite oklart. Som framgår av grafen nedan till vänster var Q2 ett exceptionellt starkt kvartal. Det är inte enbart en engångseffekt, men vi tror inte att försäljningen plötsligt tar ett steg upp till en ny nivå utan någon konkret anledning.

...men det tors vi inte förutsätta.

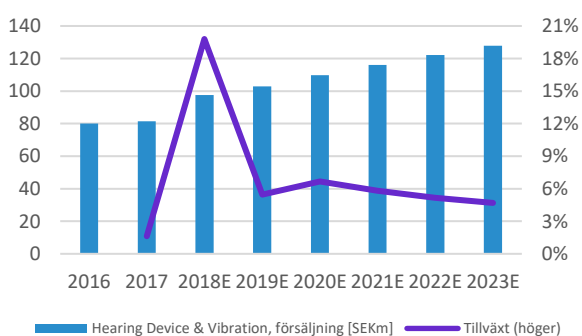
Hearing Device & Vibration är ett marknadssegment som vi haft ganska modesta förväntningar på, men det kanske vi får omvärdera. Inklusivt det oväntat starka kvartalet höjer vi 2018E med 8% följt av 9-12% 2019-20E. Det kommer bli mycket intressant att följa utvecklingen även inom detta område under de närmaste kvartalen.

Hearing Device & Vibration: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Hearing Device & Vibration: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Orthopedics

Orthopedics kom in något bättre än våra estimat...

Orthopedics växte med 5.4% till 48.4 (45.9) SEKm, vilket var högre än våra förväntningar på SEK 46.8m.

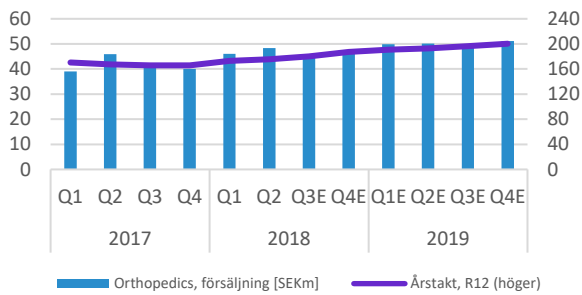
Bolaget skriver i rapporten att "efterfrågan från kunder inom trauma- och robotkirurgi har ökat och vår amerikanska verksamhet har vuxit med 22 procent under halvåret". Detta kan jämföras med tillväxten för hela Orthopedics som kom in på 11% under första halvåret.

Detta är särskilt glädjande eftersom det var just den amerikanska enheten (Onyx) som drabbades av produktionsbortfallet från kunden som låg bakom den nu avslutade stämningen. Det ser ut som jämförelsetalen kommer bli ännu enklare under årets andra halvår.

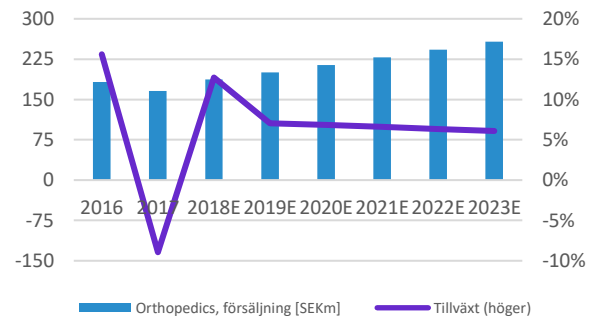
...och vi justerar upp prognoserna.

Vi höjer våra prognoser med 1.6-1.8% under 2018-20E, delvis på grund av en mer gynnsam valutasituation.

Orthopedics: Kvartal



Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Other Medical Areas

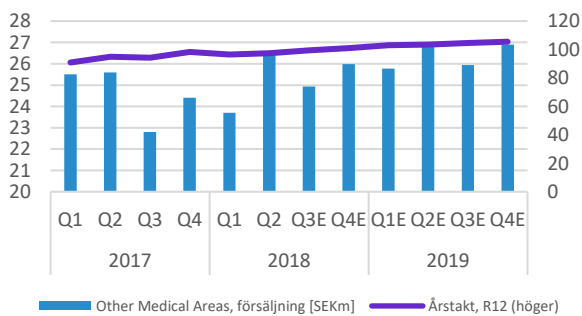
Odramatiskt kvartal i Other Medical Areas

Other Medical Areas kom in marginellt högre än våra förväntningar. Med en tillväxt på 3.1% kom försäljningen in på 26.4 (25.6) SEKm jämfört med vår prognos på SEK 26.2m.

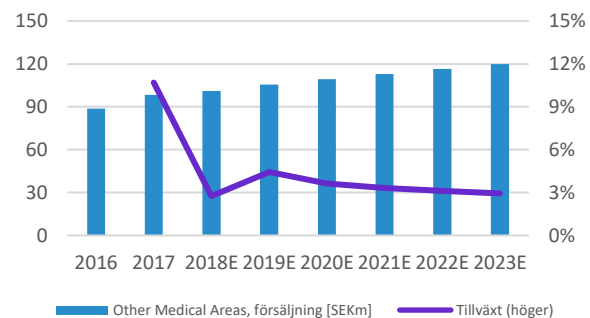
Bolaget lämnar inga särskilda kommentarer om marknadssegmentet i rapporten. Det är inom det här området som den största kunden (Novo Nordisk) finns. Det var en markant sekventiell förbättring i Q2. Även om Q3 är säsongsmässigt svagt räknar vi med en god tillväxt i det kommande kvartalet eftersom vi betraktar jämförelsetalet som ovanligt svagt.

Vi höjer prognoserna med 1.4-2.2% under 2018-2020E, vilket delvis beror på justerade valutaprognoiser.

Other Medical Areas: Kvartal



Other Medical Areas: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Estimat

Våra resonemang kring försäljningsestimaten och resultaträkningen finns berörda i föregående avsnitt där utfallet i rapporten och våra estimatförändringar diskuteras. För en mer deskriptiv genomgång hänvisar vi till vår initiering som vi nyligen publicerat (21 juni 2018).

Försäljningsestimat

Försäljning per segment: Kvartal								
[SEKm]	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
Dental Implant Systems	51.5	54.0	42.2	54.3	56.2	53.5	48.2	60.3
Diagnostics	6.4	9.4	5.8	8.6	7.6	10.5	6.4	9.5
Hearing Device & Vibration	18.5	20.7	20.7	21.5	22.2	27.2	23.6	24.5
Orthopedics	39.0	45.9	41.0	40.1	46.0	48.4	45.6	47.1
Other Medical Areas	25.5	25.6	22.8	24.4	23.7	26.4	24.9	26.0
Totalt	140.9	155.6	132.5	148.9	155.7	166.0	148.7	167.4
<u>Tillväxt</u>								
Dental Implant Systems	42.3%	8.2%	9.0%	17.3%	9.1%	-0.9%	14.3%	11.0%
Diagnostics	-22.0%	6.8%	18.4%	10.3%	18.8%	11.7%	9.7%	10.7%
Hearing Device & Vibration	-15.1%	-6.8%	20.3%	13.8%	20.0%	31.4%	14.0%	14.1%
Orthopedics	-23.2%	-6.7%	-3.3%	0.5%	17.9%	5.4%	11.2%	17.5%
Other Medical Areas	9.0%	19.1%	-3.0%	19.6%	-7.1%	3.1%	9.3%	6.5%
Totalt	0.4%	2.6%	4.6%	11.7%	10.5%	6.7%	12.2%	12.4%
Tillväxt lokala valutor	-1.7%	-0.1%	3.1%	11.3%	11.2%	5.8%	6.9%	7.7%

Source: Murgata och bolagsdata

Försäljning per segment: År								
[SEKm]	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Dental Implant Systems		171.1	202.0	218.2	238.4	257.8	276.3	294.1
Diagnostics		29.7	30.2	34.0	37.5	41.1	44.9	48.8
Hearing Device & Vibration		80.1	81.4	97.5	102.8	109.7	116.1	122.1
Orthopedics		182.3	166.0	187.1	200.3	214.0	228.1	242.6
Other Medical Areas		88.8	98.3	101.0	105.5	109.3	113.0	116.5
Totalt	503.7	552.0	577.9	637.8	684.5	731.9	778.3	824.0
<u>Tillväxt</u>								
Dental Implant Systems			18.1%	8.0%	9.3%	8.1%	7.2%	6.4%
Diagnostics			1.7%	12.5%	10.2%	9.7%	9.2%	8.7%
Hearing Device & Vibration			1.6%	19.8%	5.5%	6.7%	5.8%	5.2%
Orthopedics			-8.9%	12.7%	7.0%	6.8%	6.6%	6.3%
Other Medical Areas			10.7%	2.8%	4.4%	3.6%	3.3%	3.1%
Totalt	32.2%	9.6%	4.7%	10.4%	7.3%	6.9%	6.3%	5.9%
Tillväxt lokala valutor	26.4%	10.1%	4.3%	7.3%	6.4%	6.9%	6.3%	5.9%

Source: Murgata och bolagsdata

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. Värt att notera är att nedanstående är rapporterade siffror och Q2 2018 påverkades av engångskostnader som summerades till SEK 5.6m.

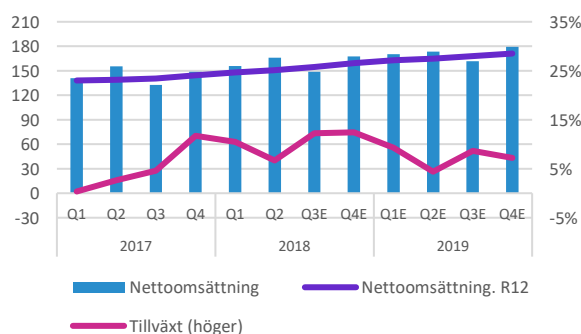
Q2 är det säsongsmissigt starkaste kvartalet och Q3 det svagaste

Resultaträkning

[SEKm]	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
Nettoomsättning	140.9	155.6	132.5	148.9	155.7	166.0	148.7	167.4
Kostnad för sålda varor	-97.6	-108.3	-97.1	-112.4	-111.8	-123.3	-107.9	-118.7
Bruttoresultat	43.3	47.3	35.4	36.5	43.9	42.7	40.8	48.7
Försäljningskostnader	-10.1	-10.7	-8.0	-9.2	-9.6	-11.1	-8.9	-10.4
Administrationskostnader	-16.4	-18.6	-16.0	-17.0	-19.9	-22.0	-19.0	-20.9
Utvecklingskostnader	-3.7	-4.3	-2.9	-2.9	-3.7	-3.7	-3.9	-4.4
Övriga rörelseint./kostn.	0.2	-0.2	0.8	-0.8	0.2	-0.7	-0.6	-0.6
Rörelseresultat	13.3	13.5	9.3	6.6	10.9	5.2	8.3	12.5
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	-2.4	-2.3	-2.3
Valutakursdifferenser	-1.4	-5.3	-1.7	1.2	0.8	2.4	0.3	0.0
Resultat efter finansiella poster								
Skatter	-2.4	-1.0	-2.2	1.8	-2.5	-1.8	-1.4	-2.3
Resultat efter skatt	7.2	4.9	3.0	7.5	7.1	3.4	4.9	8.0
EPS, reported	1.19	0.81	0.50	1.24	1.15	0.42	0.61	0.99
EPS, adjusted	1.19	0.81	0.50	1.24	1.15	0.42	0.61	0.99
Tillväxt, Nettoomsättning	0.4%	2.6%	4.6%	11.7%	10.5%	6.7%	12.2%	12.4%
Bruttomarginal	30.7%	30.4%	26.7%	24.5%	28.2%	25.7%	27.4%	29.1%
EBIT-marginal	9.4%	8.7%	7.0%	4.4%	7.0%	3.1%	5.6%	7.5%

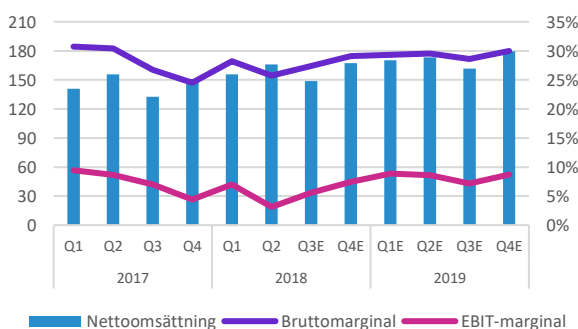
Source: Murgata och bolagsdata

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Resultaträkning per år

Marginella förändringar
av våra estimat

Våra estimatförändringar kommenterades i föregående avsnitt. Q2-rapporten föranledde relativt stora förändringar mellan de olika marknadssegmentens försäljning, men nettoeffekten på såväl försäljnings- som resultatestimater är begränsad.

Resultatet för 2018E
bättre än nedan pga
engångspost i Q2

Engångsposten i Q2 som påverkade såväl kvartalet som helåret 2018E med SEK 5.6m påverkade även kostnad för sålda varor. Det innebär att justerade marginaler (inklusive bruttomarginalen) är något bättre än de rapporterade som framgår nedan.

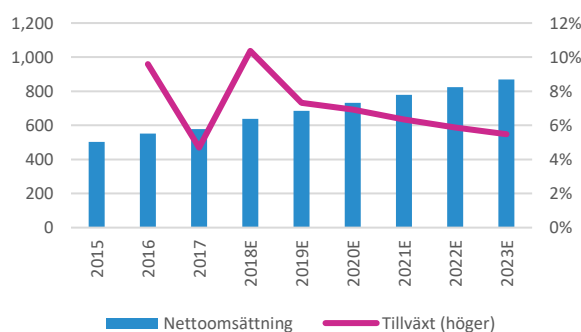
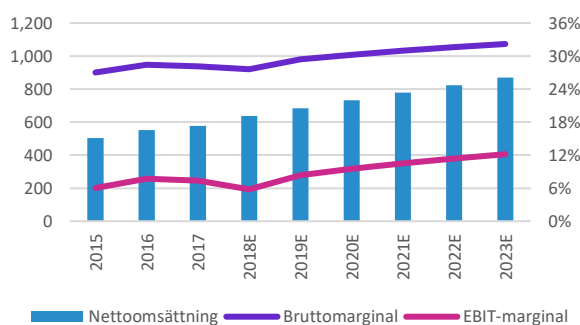
Högre bruttomarginal
driver även upp EBIT-
marginalen

En del av kostnaderna som tidigare räknats som försäljningskostnader är nu allokerade till administrationskostnader och för 2018E finns även en stor del av engångskostnaderna från Q2.

Resultaträkning

[SEKm]	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	503.7	552.0	577.9	637.8	684.5	731.9	778.3	824.0
Kostnad för sålda varor	-367.6	-395.0	-415.4	-461.7	-483.3	-510.5	-537.2	-563.4
Bruttoresultat	136.1	157.0	162.5	176.1	201.2	221.4	241.2	260.6
Försäljningskostnader	-30.0	-36.2	-38.0	-40.0	-43.2	-46.6	-49.9	-53.3
Administrationskostnader	-63.2	-65.0	-68.0	-81.9	-81.9	-85.4	-88.5	-91.2
Utvecklingskostnader	-13.9	-15.2	-13.8	-15.6	-17.1	-18.7	-20.2	-21.8
Övriga rörelseint./kostn.	1.5	2.1	0.0	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5
Rörelseresultat	30.5	42.7	42.7	36.9	57.2	69.6	81.7	93.8
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	-9.1	-8.4	-7.4	-6.6	-5.8
Valutakursdifferenser	-0.5	5.4	-7.2	3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultat efter finansiella poster	22.5	37.9	26.4	31.3	48.8	62.1	75.2	88.0
Skatter	-6.4	-11.4	-3.8	-7.9	-10.7	-13.7	-16.5	-19.4
Resultat efter skatt	16.1	26.5	22.6	23.4	38.0	48.5	58.6	68.6
EPS, reported	2.66	4.38	3.73	3.08	4.72	6.01	7.27	8.50
EPS, adjusted	2.66	4.38	3.73	3.08	4.72	6.01	7.27	8.50
Tillväxt, Nettoomsättning	32.2%	9.6%	4.7%	10.4%	7.3%	6.9%	6.3%	5.9%
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	27.6%	29.4%	30.2%	31.0%	31.6%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	5.8%	8.4%	9.5%	10.5%	11.4%

Source: Murgata och bolagsdata

Omsättning och tillväxt per år**Omsättning och marginaler per år**

Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Värdering och aktie

Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 100 per aktie jämfört med vårt DCF-värde på SEK 117. Elos är lägre värderat än samtliga utvalda jämförelsebolag. 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 117 i vårt grundscenario.

Bull case: SEK 185
Bear case: SEK 71

Vi har även ett optimistiskt Bull case-scenario som indikerar ett värde på SEK 185, medan vårt pessimistiska Bear case-scenario indikerar SEK 71. Antagandena i vårt Bull case-scenario 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 grundscenario (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 att en viss rabatt till vårt DCF-värde är befogad just nu

Applicerar vi jämförelsebolagens multiplar på våra prognoser för Elos kan man argumentera för att Elos skulle kunna handlas till ca SEK 181-194 idag. Om vi istället skulle använda Elos historiska multiplar skulle det indikera ett nuvärde på ca SEK 123-139 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 117 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 117 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)	1.6%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.8%	Equity ratio	84.1%
re	10.4%	rd	3.6%	WACC	9.2%
Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin	
-2020	29	4	8.2%	18.1%	
2021-2025	242	30	5.6%	20.4%	
2026-2030	218	27	4.6%	21.8%	
2031-2035	184	23	4.1%	22.2%	
2035-2040	146	18	3.8%	22.3%	
Terminal	342	42	2.0%		
Total	1,161	144			
Net debt	220	27			
Equity value	941	117			

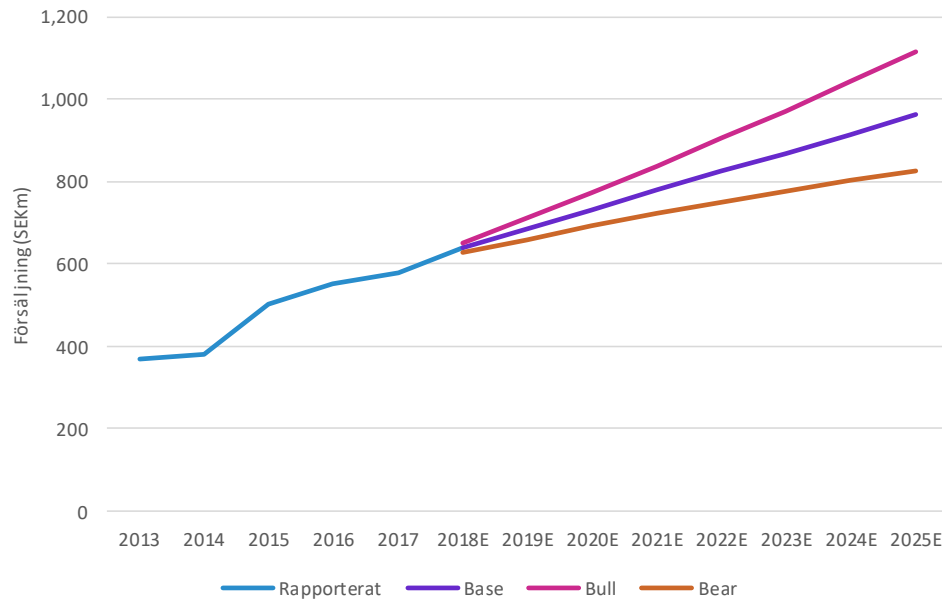
Källa: Murgata

Scenarier

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

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

Försäljningsantaganden per scenario: Base, Bull och Bear

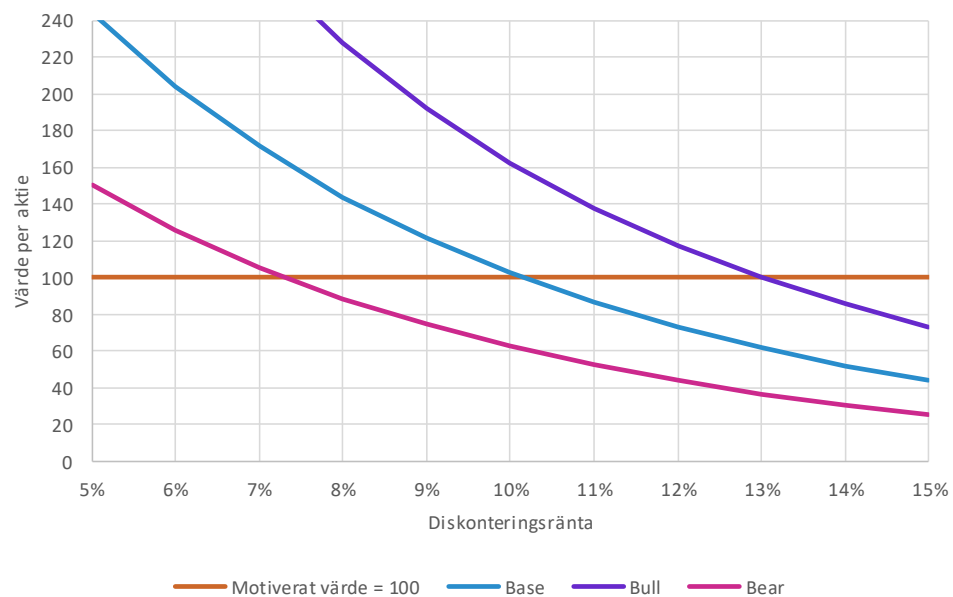


Källa: Murgata och bolagsdata

Aktien handlas nära vårt Bear case och vi anser att marknaden prisar in ett alldeles för pessimistiskt scenario

Vårt DCF-värde i grundscenariot är 117 kronor per aktie. Vårt Bull case ger ett värde på SEK 185 per aktie och vårt Bear case pekar på SEK 71 per aktie. Det innebär att aktien handlas nära vårt Bear case och det kan man tolka som att marknaden enligt vårt sätt att se det prisar in ett scenario med 2 procentenheter lägre tillväxt än våra estimat ända till 2040.

DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



Källa: Murgata och bolagsdata

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 har inte släppt sin Q2-rapport än och data bygger i det fallet på rapporterad årstakt fram till Q1. Övriga bolag (Nolato, Lifco och AddLife) är baserade på respektive bolags Q2-rapporter. För samtliga bolag är aktiekurserna stängningskurserna 23 juli 2018.

Rapporterade multiplar

Vi har utgått från de senaste rapporterade resultaten...

Vi har utgått från de senaste rapporterade resultaten för såväl Elos som peer-bolagen. Egentligen anser vi att värdering bör baseras på framtida kassaflöden och det är därför vanligt att analytiker använder sig av framåtblickande multiplar för att jämföra värderingen av bolag. Vi har inga egna estimat för jämförelsebolagen och vill inte basera vår värdering av Elos på andras uppfattning om andra bolag. Vi har även justerat för Elos och Recipharms emissioner.

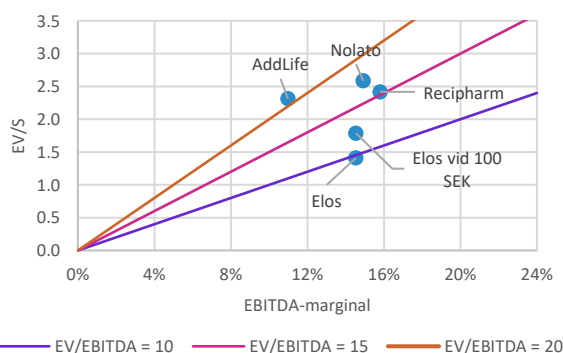
...och Elos är lägst värderat av alla bolag...

Elos är för närvarande lägst värderat av samtliga jämförelsebolag. Även om Elos handlats till SEK 100 skulle det ha lägst EV/EBITDA-multipel. Väljer vi istället EV/EBIT är Elos något högre värderat än Nolato, men lägre än resten av bolagen.

...trots att vi förväntar oss betydande förbättringar under de närmaste åren.

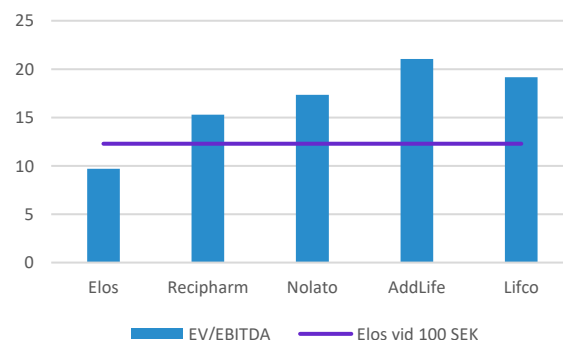
Det bör noteras att detta bygger på historiska estimat (senaste året). Vi räknar med att Elos som har en tuff period bakom sig kommer förbättra lönsamheten markant under de närmaste åren. Om den utvecklingen går snabbare än för peers bör Elos ha en högre multipel än dem.

EV/S och EBITDA-marginal



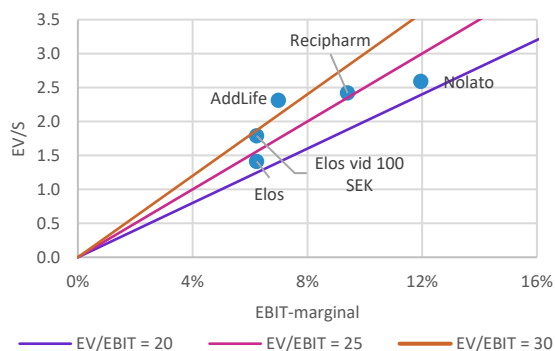
Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvarade EV/EBITDA samt Elos vid SEK 100



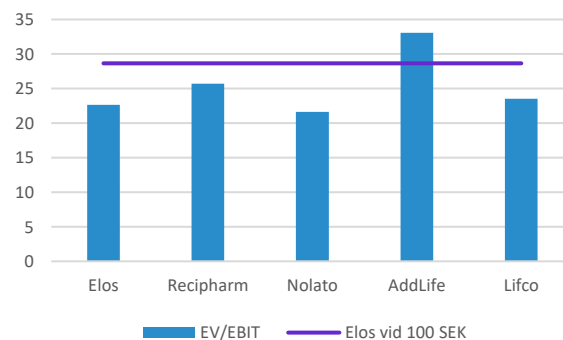
Källa: Murgata och bolagsdata

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

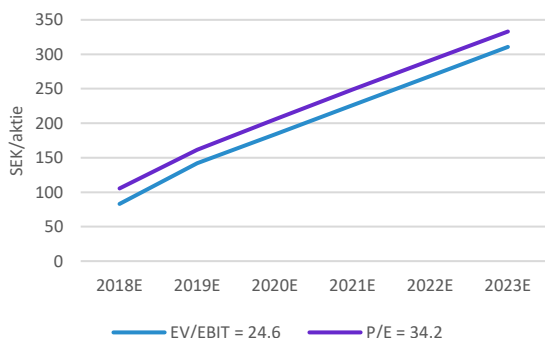
Värdering i linje med jämförelsebolagen applicerat på våra estimat för 2023E skulle motivera SEK 181-194 per aktie

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.

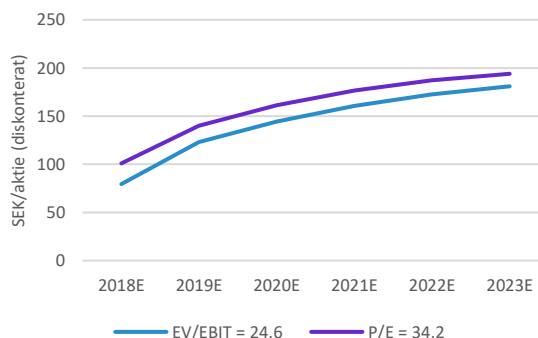
Ett sätt att ta hänsyn till resultatförbättringarna som vi förväntar oss är att utgå från medianvärdena av jämförelsebolagens värderingsmultiplar EV/EBIT 24.6x och P/E 34.2x. Därefter multiplicerar vi EV/EBIT (24.6x) med EBIT för respektive prognosår för att få EV, justerar med nettokassan för att få bolagsvärdet och dividerar med antalet aktier för att få aktiekursen respektive år. På motsvarande sätt multiplicerar vi P/E (34.2x) med vår prognostiserade 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 311 (baserat på EV/EBIT) eller 333 (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 181 per aktie (baserat på EV/EBIT) respektive SEK 194 per aktie (baserat på P/E).

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Rabatt på längre sikt, men premie på närliggande estimat befogad

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.

Om estimaten för 2023E håller motsvarar SEK 100 idag P/E 18x för år 2023E

För att med ovanstående metodik komma fram till vårt motiverade värde på SEK 100 per aktie just nu krävs EV/EBIT 13.7x och P/E 17.6x för 2023E med utgångspunkt från våra estimat. Det motsvarar 45% respektive 48% rabatt i förhållande till hur de jämförbara bolagen handlas idag. Det tror vi kommer visa sig vara en alltför stor rabatt. Rabatten är betydligt större om man jämför med nuvarande aktiekurs.

Tillväxt, marginalexpansion och multiplexpansion?

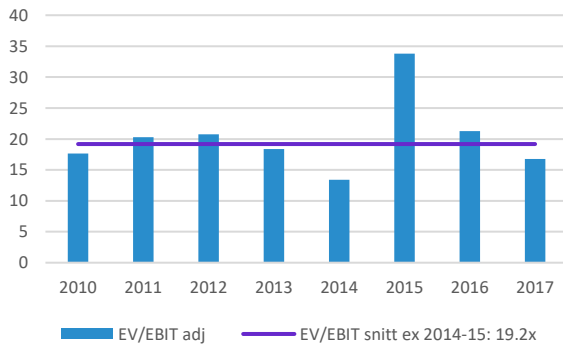
Vi anser att vårt motiverade värde är rimligt med utgångspunkt från det vi vet idag och från det vi förväntar oss. Blickar vi längre framåt ser vi en potential för aktien att utveckla sig bättre än sitt avkastningskrav, delvis drivet av multiplexpansion. Det är dock något som alltid är osäkert och svårt 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

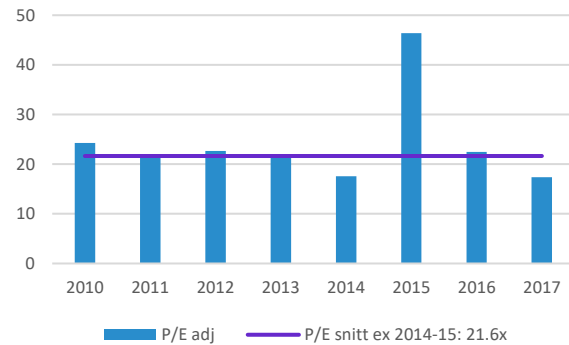
Under 2014 avyttrades den sista delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser) och i början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska bolaget Onyx Medical. I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmått (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs)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

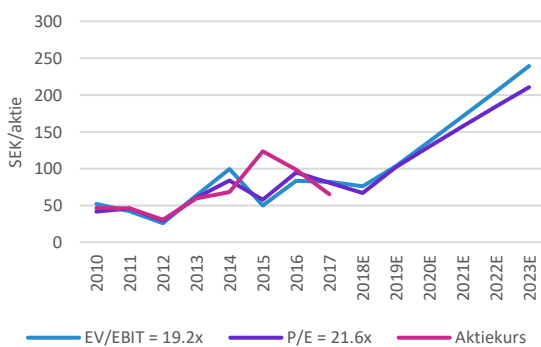
Elos har handlats med rabatt jämfört med jämförelsebolagen

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 123-139 idag

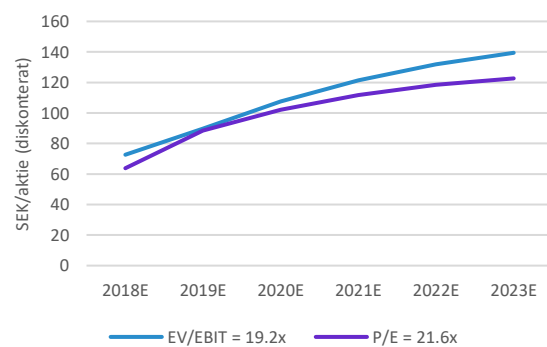
I graferna nedan har vi applicerat Elos historiska genomsnitt för värderingsmultiplarna på motsvarande sätt som för jämförelsebolagens medianmultiplar på den föregående sidan. Om vi till exempel applicerar de historiska multiplarna på våra estimat för 2023E får vi SEK 239 respektive SEK 211 per aktie, vilket diskonterat till nuvärde skulle motivera SEK 139 respektive SEK 123 kronor per aktie.

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

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	637.8	684.5	731.9	778.3
COGS	-246.9	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-461.7	-483.3	-510.5	-537.2
Gross profit	111.3	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	176.1	201.2	221.4	241.2
Other operating income	1.7	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8
OPEX incl. Depr.+Amort.	-90.1	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-137.5	-142.3	-150.7	-158.7
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	36.9	57.2	69.6	81.7
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	-9.1	-8.4	-7.4	-6.6
Other financial items	0.0	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	3.5	0.0	0.0	0.0
PTP	16.2	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	31.3	48.8	62.1	75.2
Tax	-4.6	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.9	-10.7	-13.7	-16.5
Net profit	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	23.4	38.0	48.5	58.6
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit to shareh.	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	23.4	38.0	48.5	58.6
EPS, reported	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.08	4.72	6.01	7.27
EPS, fully diluted	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.08	4.72	6.01	7.27
Dividend per share	1.50	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.20	1.90	2.40	2.90
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	90.7	116.1	132.6	147.5
Depreciation	-21.5	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-45.8	-51.5	-55.8	-58.7
Amortization	-6.2	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-8.0	-7.4	-7.2	-7.1
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	36.9	57.2	69.6	81.7
Capitalized dev.	1.9	2.0	13.0	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.8	0.9	0.9	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	637.8	684.5	731.9	778.3
Gross profit	111.3	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.6	201.2	221.4	241.2
EBIT	22.9	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	42.5	57.2	69.6	81.7
EBITA	29.0	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	50.5	64.6	76.7	88.8
EBITDA	50.5	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	96.3	116.1	132.6	147.5
PTP	16.2	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	36.9	48.8	62.1	75.2
Net profit	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.0	38.0	48.5	58.6
Net profit to shareh.	11.6	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.0	38.0	48.5	58.6
EPS, adjusted	1.92	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.59	4.72	6.01	7.27
Gross margin, adj.	31.1%	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.0%	29.4%	30.2%	31.0%
EBIT margin, adj.	6.4%	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	6.7%	8.4%	9.5%	10.5%
EBITDA margin, adj.	14.1%	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.1%	17.0%	18.1%	19.0%
Sales growth	-15.1%	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	10.4%	7.3%	6.9%	6.3%
EBIT adj, growth	137.7%	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	-0.5%	34.5%	21.7%	17.5%
EBITDA adj. growth	-1.1%	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	2.5%	20.6%	14.2%	11.3%
EPS adj. growth	640.4%	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-3.8%	31.3%	27.4%	21.0%

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. costs	6.6	4.7	15.9	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	5.4	5.2	5.1	5.1
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	23.4
Tangible fixed assets	202.1	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	378.8	417.3	405.3	393.3
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	16.1	20.5	24.8
Total non-current assets	252.3	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.4	697.5	689.7	682.1
Current assets												
Inventories	94.3	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	149.9	163.0	174.6	186.2
Accounts receivable	51.7	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	74.9	81.5	87.3	93.1
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	4.7
Cash and equivalents	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	92.4	57.2	79.3	108.3
Total current assets	234.6	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	326.6	311.7	351.8	398.7
Total assets	486.9	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	981.0	1,009.3	1,041.5	1,080.8
Shareholders equity	210.3	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	495.2	527.7	563.6	605.4
Non-controlling interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total equity	210.3	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	495.2	527.7	563.6	605.4
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	36.2	38.8	41.4
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	41.6	45.3	48.5	51.7
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	204.9	199.6	195.3
Total equity and liab.	486.9	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	981.0	1,009.3	1,041.5	1,080.8

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	239	262	228	189
Net debt/Equity	58%	83%	94%	60%	9%	86%	85%	87%	48%	50%	40%	31%
Net debt/EBITDA adj.	2.4	3.2	3.5	2.2	0.5	3.6	3.2	3.4	2.5	2.3	1.7	1.3
Net working capital	116	136	131	127	113	67	90	149	149	163	175	187
NWC/Net sales	32.3%	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	23.3%	23.7%	23.9%	24.0%
Invested capital	368	440	442	426	412	700	734	751	793	844	843	843
Capital employed	431	470	470	460	540	741	774	761	885	901	923	952
ROE	5.8%	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	5.4%	7.4%	8.9%	10.0%
ROIC	4.5%	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.8%	5.7%	6.6%	7.7%
ROCE	5.1%	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.2%	6.4%	7.6%	8.7%
ROA	2.3%	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.6%	3.8%	4.7%	5.5%

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	90.7	116.1	132.6	147.5
Financial items	-6.7	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-5.6	-8.4	-7.4	-6.6
Taxes paid	-4.6	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-7.9	-10.7	-13.7	-16.5
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	77.2	97.0	111.5	124.4
Change in WC	8.4	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	0.1	-13.6	-12.1	-12.0
CF from operating activities	48.3	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	77.3	83.4	99.4	112.4
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	-96.3	-50.7	-53.9
CF from investments	-42.8	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-95.9	-96.3	-50.7	-53.9
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	-9.7	-15.3	-19.4
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	-22.2	-26.6	-29.5
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	82.8	-35.2	22.1	29.0
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	92.4	57.2	79.3
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	92.4	57.2	79.3	108.3

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	90.7	116.1	132.6	147.5
Taxes: Operational	-4.6	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-7.9	-10.7	-13.7	-16.5
Change in WC	8.4	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	0.1	-13.6	-12.1	-12.0
CAPEX	0.0	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-95.9	-96.3	-50.7	-53.9
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	-13.0	-4.5	56.1	65.0
Financial items	-6.7	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-5.6	-8.4	-7.4	-6.6
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	-18.6	-12.9	48.7	58.5
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	-9.7	-15.3	-19.4
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	82.8	-35.2	22.1	29.0

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	72	72	72	72
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	581	581	581	581
Net IB debt	122	179	190	139	32	284	313	322	239	262	228	189
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	404	458	374	499	443	1031	909	715	820	842	809	770
<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	20.0	15.3	12.0	9.9
P/BV	1.3	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
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	19.3	14.7	11.6	9.4
EV/EBITA adj	13.9	16.3	16.9	16.7	12.3	27.9	17.7	14.0	16.2	13.0	10.5	8.7
EV/EBITDA adj	8.0	8.2	6.9	7.8	6.5	13.0	9.3	7.6	8.5	7.3	6.1	5.2
FCFE yield	17.2%	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-3.2%	-2.2%	8.4%	10.1%
Dividend yield	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.7%	2.6%	3.3%	4.0%
Payout ratio	78.3%	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	39.0%	40.3%	40.0%	39.9%

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.