

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 115

Defensivt kvalitetsbolag på offensiven

Aktiekurs: SEK 78.80

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) efter en bra Q4-rapport med tydliga signaler om ambitiösa satsningar i kombination med kostnadskontroll. Vi justerar upp estimaten och förväntar oss betydande resultatförbättringar under 2019 efter ett par år som påverkats av tillfälliga utmaningar.

Offensiva satsningar transformerar bolaget

Elos Medtech håller på att genomdriva omfattande förändringar som vi tror kommer lyfta bolaget till en ny nivå. Bolaget satsar på utbyggd produktionskapacitet, mer koncernövergripande samordning av såväl försäljning som produktion och satsningar på attraktiva segment. Vi tror att 2019 blir året då de första frukterna av satsningarna kommer skördas.

Q4 i linje med vår prognos men höjda estimat

Försäljningen kom in något över vår prognos i Q4 och justerad EBIT i linje med våra förväntningar. Vi höjer estimaten och förväntar oss fortsatt tillväxt och expanderande marginaler under de kommande åren. Ortopedi växer starkast just nu, Dental är något svagare och det nya sammanslagna segmentet Life Science växer i skuggan av de andra två segmenten.

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) per aktie

Aktiekursen har fått sig en törn av tillfälliga utmaningar, men vi anser inte att den reflekterar att bolaget lämnat dem bakom sig. Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) per aktie (46% uppsida). Vid den nivån skulle Elos handlas till P/E(19E) 20x, vilket är lägre än det historiska genomsnittet. Vår DCF-modell indikerar ett aktievärde på SEK 132 per aktie.

Key figures (SEK)

Year end: December	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	578	645	700	752	805
EBIT	43	47	71	81	92
EBITDA	94	100	127	141	153
PTP	26	37	61	73	86
EPS adj	3.73	3.64	5.89	7.04	8.28
DPS	0.00	1.00	2.40	2.80	3.30
Sales growth	4.7%	11.6%	8.6%	7.5%	7.0%
EBIT margin	7.4%	7.4%	10.2%	10.7%	11.4%
EBITDA margin	16.3%	15.5%	18.2%	18.8%	18.9%
EPS adj. growth	-14.7%	-2.4%	61.6%	19.5%	17.7%
Net debt	359	287	268	239	206
Net debt/Equity	97%	57%	49%	41%	33%
Net debt/EBITDA	3.8	2.9	2.1	1.7	1.3
EV/S	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBIT	17.6	18.0	12.7	10.8	9.1
EV/EBITDA	8.0	8.5	7.1	6.2	5.5
P/E adj.	17.4	19.2	13.4	11.2	9.5
P/BV	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
Dividend yield	0.0%	1.4%	3.2%	3.7%	4.3%
FCFE-yield	6.2%	-2.9%	4.6%	8.0%	9.1%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

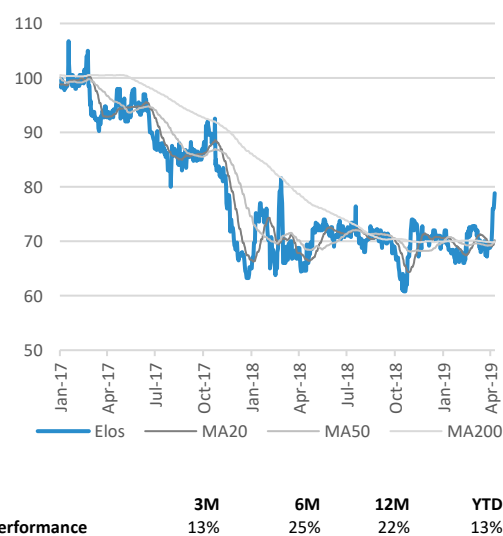
No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	636
Net debt (SEKm)	287
EV (SEKm)	923
Free float	73%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSS SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO Jan Wahlström
CFO Christian Bergaust
Chairman Yvonne Mårtensson

Homepage elosmedtech.com
Next report 23 April 2019

Estimate revisions

(%)	2019E	2020E	2021E
Net sales	1.4%	2.0%	2.6%
EBIT	10.2%	6.3%	4.9%
EBITDA	1.8%	0.8%	1.1%
EPS adj.	14.7%	10.3%	8.6%



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

Investment case

Elos Medtech har tidigare påverkats negativt av tillfälliga effekter och trots att bolaget lämnat faktorerna bakom sig sedan länge har inte aktiekursen återhämtat sig. Vi höjer våra estimat och anser att aktien är lågt värderad oavsett om vi tittar på vårt DCF-värde, jämför med andra bolag eller jämför med Elos historiska värdering. Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) och ser 46% uppsida i aktien. Vid SEK 115 skulle P/E (2019E) vara 20x, vilket är historiskt lågt.

Produktionspartner till ledande medtech-bolag

Elos kunder är till stor del globala 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 vilka 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.

...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

*Störning 1:
H2 2015 till början av 2016*

Novo Nordisk som är en viktig kunde lade stora beställningar i början av 2015, men minskade sedan sina lagernivåer betydligt. Det innebar att produktionen av de här produkterna i Kina var på en mycket låg nivå. Att kostnaderna var höga när produktionen gick för full var ett mindre problem än att det inte gick att kompensera den låga försäljningen fullt ut genom att sänka kostnader. Sammantaget påverkade det såväl försäljning som marginaler och det tyngde resultatet ända fram till inledningen av 2016 då läget normaliserades.

*Störning 2:
H2 2016 till början av 2018*

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. Bortfallet påverkade andra halvan av 2016, hela 2017 och inledningen av 2018.

*Störning 3:
Nyemission som meddelades i slutet av 2017 och genomfördes under Q1 2018*

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. 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.

Vi sänker vår CAPEX-prognos efter frigjord produktionskapacitet i Danmark

Bygget i USA fördubblar produktionsytan

De SEK 100m som tillfördes i emissionen skulle användas för att bygga ut kapaciteten i Memphis, USA (Orthopedics) och i Danmark (Dental). Bygget i USA fortlöper enligt plan och vi räknar med att det färdigställs under sommaren, vilket kommer ge fördubblad produktionsyta och bokstavligen ge utrymme för tillväxt.

Omdispositioner i Danmark sänker CAPEX-behovet 2019

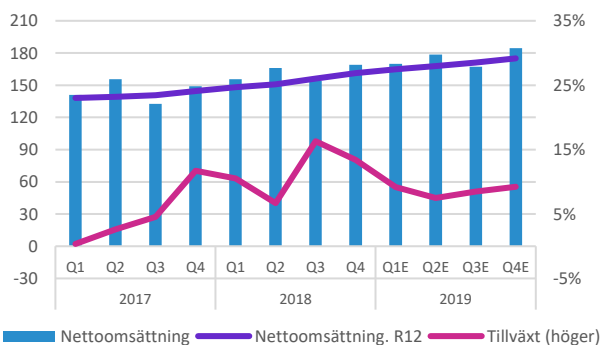
I början av 2019 meddelade Elos att de överlåter monterning och kalibrering av en produkt som inte är medtech-relaterad. Det frigör kapacitet och utrymme i Danmark, vilket sänker investeringsbehovet och vi har därför sänkt våra CAPEX-prognoser för 2019E.

Estimat, värdering och aktie

Vi räknar med 8.6% försäljningstillväxt under 2019E.

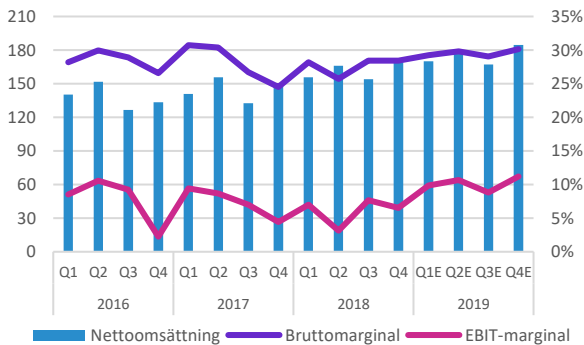
Vi räknar med att försäljningen växer med 8.6% under 2019E och prognosticerar en expansion av bruttomarginalen till följd av bättre kapacitetsutnyttjande, större andel egna produkter och en gynnsammare produktmix. Bruttomarginalexpansionen 2019E jämfört med 2018 är cirka 1.5 procentenheter enligt våra estimat. Tittar vi på kvartalsnivå är den förbättringen redan inledd och vi räknar med att den fortsätter.

Nettoomsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Nettoomsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Strategiförändring inom Dental sparar SEK 6m årligen utan att påverka försäljningen

I Q3 meddelade Elos att bolaget genomför en strategiförändring och effektivisering relaterad till Dental. Den årliga besparingen är cirka SEK 6m och väntas inte påverka försäljningen. Det expanderar marginalen med ytterligare cirka 0.9 procentenheter, även om en del av den förbättringen sannolikt realiserades redan 2018.

Betydande marginalexpansion, men av konkreta anledningar

Vi prognosticerar en EBIT-marginal 2019E på 10.2 (7.4) procent. Av marginalexpansionen på 2.8 procentenheter kommer alltså 1.5 procentenheter från bruttomarginalen, 0.9 procentenheter från besparingen inom Dental och resterande 0.4 procentenheter från hävstång på fasta kostnader och övriga besparingar.

Justerad resultaträkning i sammanfattning

[SEKm]	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljning	503.7	552.0	577.9	644.7	700.0	752.4	804.9
EBIT	30.5	42.7	42.7	47.4	71.2	80.9	92.0
EPS, justerad	2.66	4.38	3.73	3.64	5.89	7.04	8.28
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	29.6%	30.4%	31.1%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	10.2%	10.7%	11.4%
Försäljningstillväxt	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	8.6%	7.5%	7.0%
EBIT-tillväxt	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	50.1%	13.6%	13.8%
EPS-tillväxt	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	61.6%	19.5%	17.7%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Det är intressant att jämföra 2019E med 2016 istället för 2017 och 2018.

Om vi jämför våra förväntningar för 2019E med 2016 istället för 2018 ser vi en årlig försäljningstillväxt (CAGR) på 8.2%. Expansionen av EBIT-marginalexpansion under perioden är 2.4 procentenheter, vilket motsvarar 0.8% per år.

Vi räknar med cirka 50% högre EBIT 2019E jämfört med 2018.

Vi anser att de senaste årens resultat hållits nere av de två första störningarna som nämnts på föregående sida. Sammantaget innebär vår prognos cirka 50% högre EBIT 2019E jämfört med 2018, men från en låg nivå och utan att vi förväntar oss någon dramatisk händelse. Bolaget genomför just nu en hel del förändringar som vi sammantaget tror kommer lyfta bolaget till en ny nivå, även om en hel del av åtgärderna inte kommer synas över en natt.

*Marginal- och
multiplexpansion är
reversibel...*

En kombination av faktorer som driver aktier är bolag som växer, expanderar marginaler och på så sätt får en hög vinststillväxt som motiverar högre värderingsmultiplar. Som så ofta brukar även det omvända gälla och vi ser det som en delförklaring till att Elos aktie inte handlas högre idag.

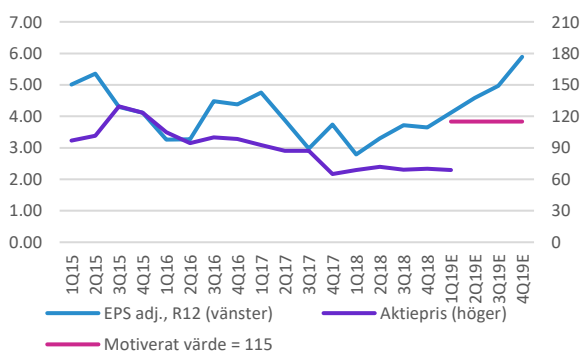
*...och den svaga
vinststillväxten har
påverkat värderingen.*

Försäljningen har visserligen vuxit, men marginalerna har hållits tillbaka av de nämnda störningarna under de senaste åren. Det har inneburit att justerad EBIT legat relativt oförändrat i spannet ca 43-47 SEKm under 2016-2018.

*Normalisering plus
kraftfulla åtgärder bör
kunna lyfta marginalerna
relativt snabbt*

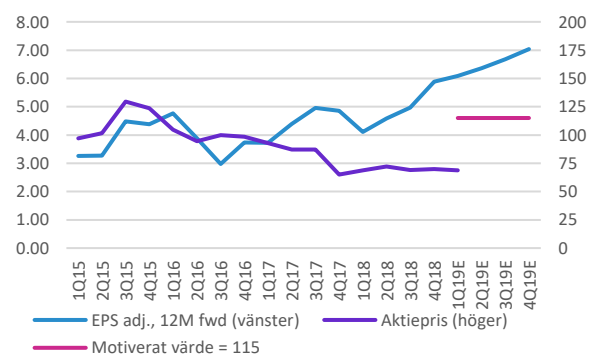
När Elos lämnar de återhållande effekterna förväntar vi oss att marginalerna normaliseras och att bolagets ambitiösa åtgärder får effekt, vilket innebär ytterligare marginalexpansion. Vår prognos innebär kraftiga vinstförbättringar som vi tror kommer lyfta värderingen och aktien.

Bakåtblickande EPS och aktiekurs



Källa: Murgata och bolaget

Framåtblickande EPS och aktiekurs



Källa: Murgata och bolaget

*Höjt motiverat värde:
SEK 115 (100)
Uppsida: 46%*

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) per aktie, främst drivet av höjda prognoser och till viss del lägre CAPEX. Det motsvarar P/E (2019E) på 20x, vilket är något lägre än det historiska genomsnittet. Det är också en rabatt jämfört med DCF-värdet SEK 132 per aktie.

*Ytterligare detaljer och
resonemang om
värdering finns i ett
separat avsnitt*

I värderingsavsnittet har vi resonerat kring värdering relativt ett antal bolag som vi anser konkurrerar om många förvaltares plats i portföljen. Vi har jämfört nuvarande multiplar, tillämpat jämförelsebolagens nuvarande multiplar på våra prognoser för Elos med mera. Dessutom har vi jämfört Elos värdering till hur bolaget har värderats historiskt.

*Aktien handlas nära Bear
case (SEK 85) medan Bull
case (SEK 196) är cirka
150% över dagens nivå.*

Aktien handlas nu nära värdet som ges av vårt pessimistiska Bear case-scenario (SEK 85), vilket vi anser är orimligt lågt ställda förväntningar. Vårt Bull case indikerar ett värde på SEK 196 kronor per aktie och det överensstämmer relativt väl med bolagets målsättning att omsätta en miljard 2023 och ha en EBIT-marginal på minst 13%. Vi anser att det är alltför optimistiskt, men noterar att bolaget även inkluderar eventuella förvärv den ambitionen.

*Tunn handel eftersom
ägarna inte säljer på
nuvarande nivåer*

Handeln i aktien är tunn och man skulle kunna argumentera för att det finns en likviditetsrabatt. Vår tolkning är att befintliga ägare inte är beredda att sälja på nuvarande nivåer, vilket leder till tunn likviditet som i sin tur gör att potentiella investerare avvaktar.

*Vi tror att aktien kan röra
sig relativt kraftigt när
omvärderingen väl inleds*

Det gynnar större ägare som lyckas köpa block av andra storägare och småsparare som kan köpa mindre poster utan att driva kursen för mycket. När likviditetsrabatten väl försvinner vore det inte förvånande om omvärderingen sker snabbt. Vår uppfattning är att Bengt Julanders köp av aktier i förra veckan har ökat intresset för aktien. Det återstår att se om de senaste dagarnas positiva kursutveckling kommer fortsätta närmaste tiden.

Transformation i flera dimensioner

Elos genomför nu åtskilliga offensiva förändringar som bör lyfta verksamheten till en ny nivå. Sedan renodlingen 2014 har bolaget bytt ledning och jobbat målinriktat för att få organisationen mer kundorienterad. Vi tror att de senaste ansvarsförändringarna kommer vara viktiga i det arbetet. I takt med att bolaget utvecklats har även styrelsens sammansättning anpassats och efter de föreslagna förändringarna kommer ingen ha suttit längre än sedan 2012.

Ny organisationsstruktur understödjer förändring

Elos blev ett renodlat medtech-bolag när Fixturlaser såldes 2014. Därefter beslutade sig dåvarande Göran Brorsson att efter mer än 14 år på VD-posten lämna över till efterträdaren Johannes Lind-Widestam. Göran hade tillsammans med Johannes krattat manegen för förvärvet av USA-baserade Onyx Medical som meddelades i april 2015. Månaden efter antog bolaget namnet Elos Medtech för att understryka att det blivit ett renodlat medtech-bolag.

Elos renodlades till ett medtech-bolag 2014...

...och nuvarande VD och CFO tillträdde 2016.

I juni 2016 tog nuvarande VD över posten efter Johannes som gick vidare till ett jobb hos sin tidigare arbetsgivare (han är nu VD för NOTE). I november 2016 tillträdde även CFO Christian Bergaust och samtidigt flyttades huvudkontoret från Lidköping till Göteborg.

Marknadssegmenten är en viktig struktur i bolaget...

Elos Medtech indelar verksamheten i marknadssegment. Under en lång period fanns det fyra segment och under de senaste åren har det funnits fem. Sedan ett drygt år har bolaget lyft fram segmenten Orthopedics och Dental som prioriterade tillväxtmotorer och det är där de största investeringarna gjorts. Sedan början av 2019 har resterande segment slagits samman till ett segment kallat Life Science. Läs med om marknadssegmenten i ett särskilt avsnitt.

...men de åsidosattes när cheferna ansvarade för sina fabriker...

Parallellt med segmenten finns det en struktur med fabriker som är legala enheter med varsin platschef. Ambitionen har varit att få de olika enheterna att tillsammans jobba marknadsfokuserat och kundorienterat inom de olika marknadssegmenten. På så sätt kan bolaget utnyttja möjligheterna att sälja in olika produkter och processer från hela koncernen till såväl befintliga som potentiella kunder. Vår tolkning är att det varit svårt att få samarbeten att fungera optimalt så länge respektive chef främst varit ansvarig för sin enhet.

...så flera är numera även ansvariga för marknadssegmenten...

För att få ökad tyngd på de prioriterade marknadssegmenten blev platschefen i USA, Jodie Gilmore, även utsedd till affärsområdeschef i november 2018. I februari utsågs platschefen i Danmark, Søren Olesen, även till affärsområdeschef för Dental. Elos VD Jan Wahlström är tillförordnad affärsområdeschef för Life Science som alltså bildades vid årsskiftet.

...vilket innebär att det blir naturligt att ta hänsyn till helheten.

Därmed sitter ett antal platschefer på dubbla stolar och ansvarar både för "sin" fabrik och "sitt" marknadssegment. Det innebär att det blir naturligt att tänka på helheten istället för att enbart prioritera den ena rollen. I mars blev platschefen i Kina, Conny Jakobsson, utnämnd till "Operational Excellence Director". I den rollen har han till uppgift att stärka Elos fokus på ständiga förbättringar och effektiva processer genom ett systematiskt arbete i tvärfunktionella grupper. Ambitionen är nöjdare kunder, högre tillväxt och högre marginaler.

En ny CFO kommer in med nya ögon i slutet av juni

En annan förändring som nyligen meddelats (28 mars) är att Ewa Linsäter utsetts till ny CFO för Elos Medtech och hon tillträder i slutet av juni. Hon kommer närmast från en roll som CFO på Latour-ägda REAC Group som tillverkar elektriska komponenter som bland annat används för produkter inom medicinsk rehabilitering. Hon har även arbetat vid Gunnebo. Vi är positiva till den nya CFO:ns bakgrund och erfarenhet som förmodligen tillför nya perspektiv. Samtidigt anser vi att nuvarande CFO Christian Bergaust gjort utmärkta insatser för bolaget.

Gradvis förändring av styrelsen i takt med bolaget

Valberedningen föreslår två nya till styrelsen som ersättning för de två som inte ställer upp för omval

Det har skett en gradvis förändring av styrelsen under de senaste åren. Inför årets stämma som hålls den 23 april har Agneta Bengtsson Runmarker och Mas Nilsson meddelat att de inte står till förfogande för omval. Valberedningen föreslår nyval av Hanna Ernestam Wilkman som är VD för Stille och Claes Hansson som är VD för Götenehus.

Styrelsesammansättning

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Lars Spongberg	X	X							
Erik Löwenadler	X	X	X	X					
Göran Brorsson	X	X	X	X					
Stig-Arne Blom	O	O	O	O	O	O			
Thomas Öster	X	X	X	X	X	X	X		
Agneta Bengtsson Runmarker	X	X	X	X	X	X	X	X	
Mats Nilsson	X	X	X	X	X	X	X	X	
Jeppe Magnusson		X	X	X	X	X	X	X	X
Yvonne Mårtensson					X	X	O	O	O
Anders Birgersson						X	X	X	X
Jon Risfelt							X	X	X
Hanna Ernestam Wilkman									X
Claes Hansson									X

Källa: Elos Medtech (O = Ordförande)

Hela styrelsen från 2011 har gradvis bytts ut...

Vi konstaterar att hela styrelsen från 2011 med tiden blivit utbytta under förutsättning att stämman beslutar i enlighet med valberedningens förslag. Vi noterar att förändringen skett gradvis och att det inte bör ha påverkat styrelsearbetets kontinuitet nämnvärt.

...vilket är naturligt med tanke på att bolaget förändrat sin verksamhet betydligt...

Vi anser att det är naturligt med generationsskiften i styrelser. Dels för att det vitaliserar dels för att det tillför nya perspektiv på den strategiska inriktningen. I det här fallet bör man även betänka att bolaget utvecklats och ändrat karaktär under tiden. Under perioden har till exempel Elos etablerat sig i Kina, förvärvat av Microplast lade till ett nytt område, Elos renodlades till ett medtech-bolag och bolaget har gjort ett stort förvärv i USA.

...och vi utgår från att styrelsen kommer göra ett bra jobb.

Vi bär övertygade om att den nya styrelsen kommer göra ett bra jobb och att den är väl lämpad att leda bolaget på rätt väg in i framtiden. Vi utgår från att styrelsearbetet fungerat väl även tidigare, men har förståelse för att styrelseledamöter behöver ersättas när nya personer och kompetenser tillförs. Det blir en balansgång mellan kontinuitet och förnyelse.

Även ägarfamiljerna får lämna plats för nya styrelseledamöter...

En annan dimension av förändringen är att tre av de fyra ägarfamiljerna haft representanter i styrelsen (Öster, Runmarker och Nilsson). Vi anser att det är positivt med engagerade ägare av kött och blod med en långsiktig syn på bolaget, de har lång erfarenhet av bolaget och har säkerligen varit viktiga för bolagets utveckling. Samtidigt är det naturligt att det inte enbart är de andra styrelseledamöterna som byts ut i takt med att bolaget förändras och ny kompetens behöver tillföras styrelsen.

...och vi noterar att en av de nya ledamöterna rimligen har goda relationer med flera familjer.

Vi noterar att åtminstone familjerna Öster, Runmarker och Molin äger Götenehus som är en avknoppning från det som idag är Elos Medtech. Med tanke på att den nye styrelseledamöten Claes Hansson är VD för Götenehus utgår vi från att familjerna har förtroende för honom som person och att han har förståelse för deras situation i de fall deras intressen skulle skilja sig från övriga aktieägares.

Marknadssegment

Elos har ett strategiskt fokus på Orthopedics och Dental. Från och med årsskiftet skapades det tredje segmentet Life Science som är en sammanslagning av tre segment. I vanliga fall anser vi att det är en nackdel att minska detaljnivån och förändra rapporteringen, men Elos har ändå svårt att tala om kundspecifika detaljer på grund av sekretess och historiken blir paradoxalt nog längre.

Fem segment blir tre

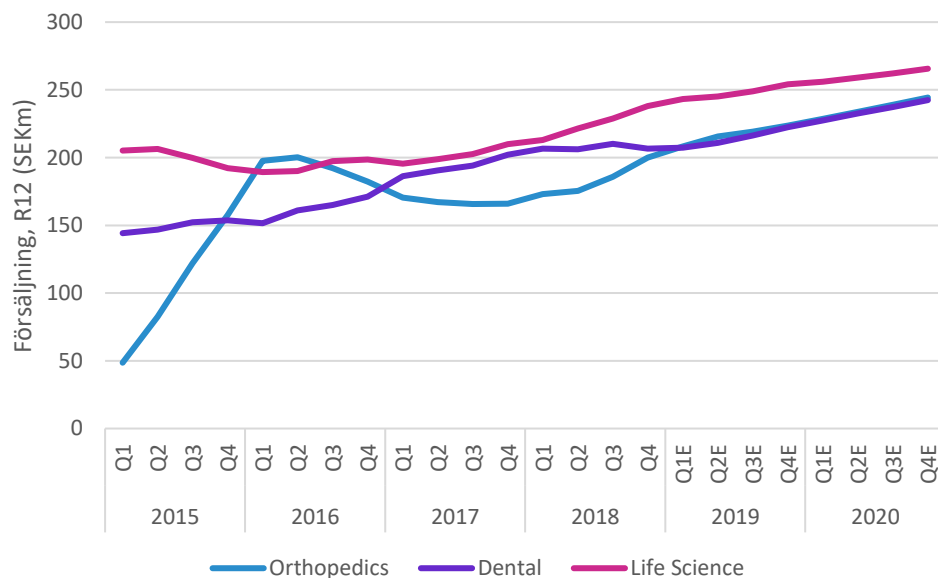
Life Science är det nya uppsamlingssegmentet

Från och med Q1 2019 kommer Elos börja rapportera försäljning i tre segment från tidigare fem. Orthopedics och Dental (tidigare Dental Implant Systems) kommer vara som tidigare, men det nya segmentet Life Science är en sammanslagning av "Hearing Device & Vibration", "Diagnostics" och "Other Medical Areas".

Förändringen underlättar ovanligt nog historiska jämförelser

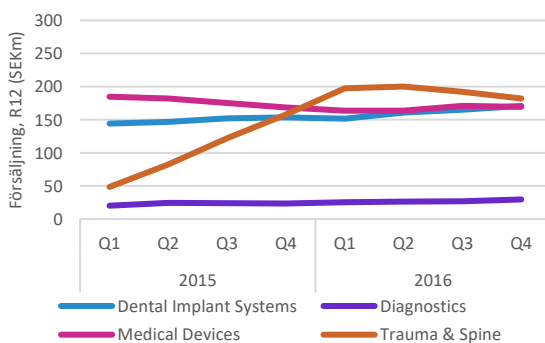
Den här typen av förändringar brukar försvåra historiska jämförelser, men i det här fallet blir det faktiskt tvärt om. Den förra och den äldsta segmentsindelningen (se grafer längst ned) var inte helt jämförbara, men i det sammanslagna segmentet blir de faktiskt det.

Ny segmentsindelning förenklar bilden



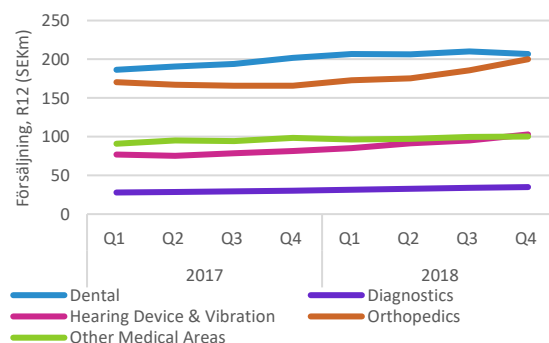
Källa: Murgata och bolaget

Äldre segmentsindelningen



Källa: Murgata och bolaget

Förra segmentsindelningen



Källa: Murgata och bolaget

Orthopedics

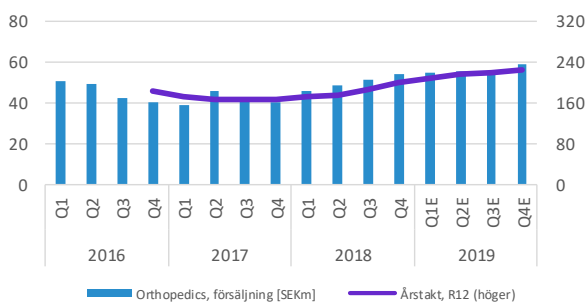
Orthopedics påverkades negativt från slutet av 2016 till början av 2018...

Orthopedics drabbades av ett produktionsbortfall då en kund valde att producera en produkt på egen hand. Därefter har kapaciteten fyllts upp med annan produktion, men det tar tid att få in kunder och få upp produktionen till normala volymer. Det här hade en negativ inverkan i slutet av 2016, under hela 2017 och i början av 2018. Nu är försäljningen tillbaka på tidigare nivå och jämförelsetalen under åtminstone första halvåret är relativt enkla. Uttryckt annorlunda förväntar vi oss en god tillväxt.

...men det är återhämtat och bolaget laddar för fortsatt tillväxt.

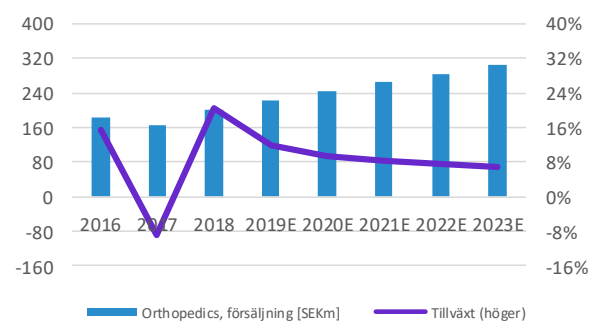
Just nu pågår en utbyggnad av fabriken i Memphis som kommer leda till att produktionsytan fördubblas. Motivet är att möta en förväntat god efterfrågan. Det är frestande att höja estimaten ytterligare för Orthopedics under 2019, men vi är lite återhållsamma med tanke på att den kraftiga tillväxten under slutet av 2018 påverkats av de enkla jämförelsetalen 2017 samtidigt som ledig kapacitet fyllts upp. Det tar troligen längre tid att utöka kapaciteten.

Orthopedics: Kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolaget

Dental

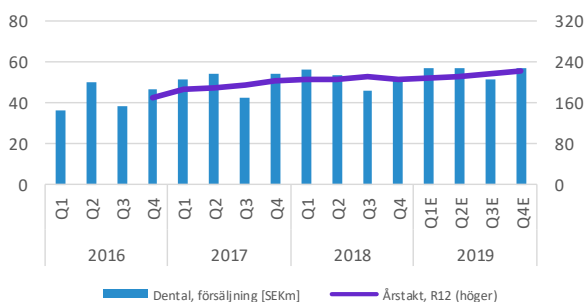
Elos satsar på Dental som har goda tillväxtutsikter...

Dental är ett område som Elos satsar ambitiöst inom. Bolaget har en lång historik och arbetar tillsammans med marknadsledarna inom segmentet, ligger väl positionerade inom den nya digitala tandvården samtidigt som Elos har ett växande sortiment av egna produkter.

...och vi är positiva till utvecklingen på sikt, men fundersamma över de närmaste kvartalen.

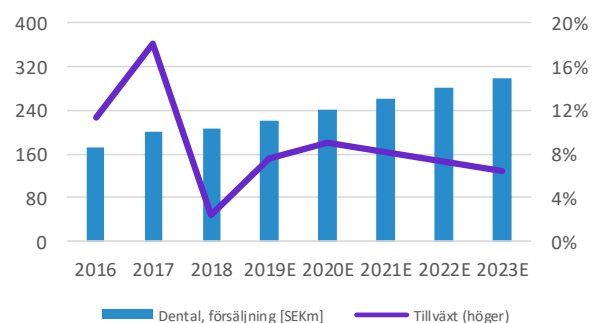
Men trots tidigare sänkningar av estimaten kom Q4 in lägre än våra förväntningar och nu gör vi ytterligare nedjusteringar. Försäljningen i Q4 backade med 6% jämfört med föregående år. Bolaget nämner i rapporten att det beror på "hur den dentala implantatmarknaden utvecklas övergripande". Vi är positiva till de långsiktiga tillväxtpotentialerna, men är fundersamma över hur de närmaste kvartalen kommer utvecklas. Det kan mycket väl finnas kundspecifika faktorer som påverkar den dynamiken och det går att tänka sig både positiva och negativa scenarier på kort sikt. Det blir intressant att se hur de närmaste kvartalen utvecklas.

Dental Implant Systems: Kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Dental Implant Systems: År



Källa: Murgata och bolaget

Life Science

Det nya segmentet Life Science är en sammanslagning av tre segment...

...som inte passar in i de andra två, men där det finns potential för synergier som...

...troligen kommer få en dedikerad Business Director.

Elos överlåter del av verksamhet som inte är medtech-relaterad till kunden...

...och det får ingen resultatpåverkan 2019...

...men det vore inte förvånande om det blir engångseffekter.

Från och med nu övergår vi till att redovisa estimat för Life Science och vi tror att det kommer bli mer överskådligt.

Life science är alltså det nya segmentet som samlar de tidigare segmenten Diagnostics (formsprutade plastprodukter), Hearing Device & Vibration (bland annat komponenter till benförankrade hörselimplantat) och Other Medical Areas (bland annat komponenter till insulinpennor).

Man bör vara medveten om att segmentet är relativt heterogent och i praktiken är det ett sorts samlingssegment för produkter som varken passar in i Orthopedics eller Dental. Samtidigt finns det potential att utnyttja synergier för samarbeten inom de här segmenten som tidigare varit åtskilda. Det kan till exempel handla om att kombinera metall och plast eller om att utnyttja olika ytbehandlingstekniker inom nya områden.

Elos VD Jan Wahlström är tillförordnad chef över segmentet. Precis som Orthopedics och Dental tilldelats "Business Directors", tror vi att även Life Science på sikt kommer få någon som har ett helhetsansvar för verksamheten.

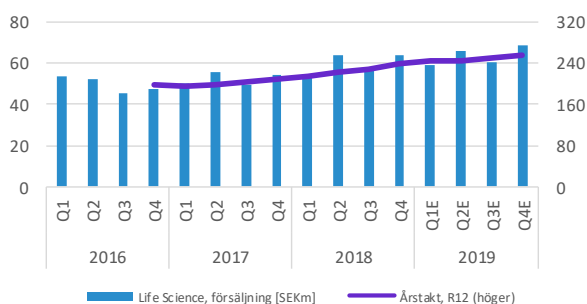
I Q4 kom det minsta segmentet Diagnostics och Other Medical Areas in nära våra förväntningar, medan Hearing Device & Vibration överträffade våra förväntningar rejält. Det sistnämnda är dock ett område under förändring. Elos har tecknat ett avtal med kunden Bruel&Kjaer om att överlåta montering och kalibrering av produkter som inte är medtech-relaterade till kunden. Det innebär att Elos blir än mer renodlat och att resurser frigörs för satsningar inom framför allt Dental vid den danska enheten.

Elos skriver att överlåtelsen inte kommer "påverka koncernens resultat under innevarande år". Vi tolkar det som att en del av intäkterna från samarbetet kommer försvinna, att lönsamhet varit relativt låg och att avtalet kompenserar för det under åtminstone 2019. Vi konstaterar att Elos kommer fortsätta tillverka produkterna, även om kunden alltså kommer hantera montering och kalibrering på egen hand.

Möjligen förklarar den här överlåtelsen en del kvartalsvariationer inom segmentet under 2018. Det vore inte förvånande om vi kommer se engångseffekter relaterade till förändringen i Q1-rapporten eller de följande kvartalen. Förändringen offentliggjordes den 9 januari.

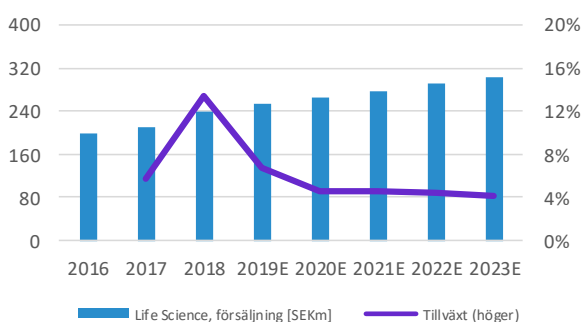
Vi har slagit samman våra prognoser för de tre gamla segmenten till Life Science. Eftersom bolaget inte kommer rapportera på den detaljnivån kommer vi enbart prognosticera Life Science framöver. Vi beklagar att en del av den externa detaljnivån faller bort, men samtidigt är det nya segmentet tillräckligt stort för att jämma ut kvartalsvariationer och vi tror att det blir mer överskådligt för investerare med tre ungefär lika stora segment. På grund av sekretess har Elos ändå svårt att vara transparenta kring olika kundspecifika faktorer.

Life Science: Kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Life Science: År



Källa: Murgata och bolaget

Estimat

Här finns våra detaljerade estimat för försäljning och resultaträkning sammanfattade för såväl kvartal som år. Mer resonemang finns i de föregående avsnitten och en fylligare beskrivning av verksamheten finns i vår initiering som publicerades den 21 juni 2018.

Försäljningsestimat

Vi förväntar oss god tillväxt i Q1 av flera skäl. Osäkerheten är störst inom Dental.

Vi räknar med 9.2% tillväxt i lokala valutor i Q1 2019 med god medvind från valutor. Vi förväntar oss 18% tillväxt i Orthopedics i Q1 efter en stark utveckling under de senaste kvartalen i kombination med att jämförelsekvartalet fortfarande tyngdes av ett avslutat kundsamarbete. Dental var ovanligt svagt i Q4 och vi har sänkt våra prognoser. Vi räknar med en sekventiell förbättring i Q1, men här finns det en osäkerhet kring kvartalsdynamiken. Vi förväntar oss en god tillväxt för det nya segmentet Life Science. Lyfter vi blicken något räknar vi med 8.6% tillväxt 2019E där Orthopedics har högst tillväxt. Vi prognosticerar högre tillväxt inom Dental 2020E än 2019E på grund av lanseringar och växande andel egna produkter.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
Orthopedics	46.0	48.4	51.3	54.3	54.4	55.6	54.9	58.7
Dental	56.2	53.5	46.1	50.9	56.8	57.0	51.6	56.9
Life Science	53.5	64.1	56.7	63.7	58.8	65.8	60.6	68.8
Totalt	155.7	166.0	154.1	168.9	170.0	178.4	167.1	184.5
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics	17.9%	5.4%	25.1%	35.4%	18.2%	14.8%	7.1%	8.2%
Dental	9.1%	-0.9%	9.2%	-6.3%	1.1%	6.5%	12.0%	11.8%
Life Science	6.2%	15.1%	15.0%	16.9%	9.9%	2.7%	6.8%	8.0%
Totalt	10.5%	6.7%	16.3%	13.4%	9.2%	7.5%	8.5%	9.2%
Tillväxt lokala valutor	11.2%	5.8%	9.4%	8.8%	3.5%	5.4%	6.0%	7.0%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Försäljning per segment								
[SEKm]	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	182.3	166.0	200.0	223.6	244.3	264.8	284.8	304.3
Dental	171.1	202.0	206.7	222.4	242.4	262.3	281.5	299.8
Life Science	198.6	209.9	238.0	254.0	265.6	277.8	289.9	301.9
Totalt	552.0	577.9	644.7	700.0	752.4	804.9	856.2	906.1
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics		-8.9%	20.5%	11.8%	9.3%	8.4%	7.6%	6.9%
Dental		18.1%	2.3%	7.6%	9.0%	8.2%	7.3%	6.5%
Life Science		5.7%	13.4%	6.7%	4.6%	4.6%	4.4%	4.2%
Totalt	9.6%	4.7%	11.6%	8.6%	7.5%	7.0%	6.4%	5.8%
Tillväxt lokala valutor	10.1%	4.3%	8.0%	5.5%	7.3%	7.0%	6.4%	5.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

Vi räknar med förbättrad bruttomarginal på grund av operativ hävstång, ökad andel egna produkter och en gynnsammare produktmix. De operativa kostnaderna tenderar att öka med växande försäljning, men samtidigt innebär en strategiförändring inom Dental sänkta kostnader med cirka SEK 6m årligen. I övrigt modellerar vi med högre operativa kostnader, men lägre som andel av försäljningen. Tillsammans med högre bruttomarginaler innebär det en expansion av EBIT-marginalen från en nivå som vi betraktar som relativt låg. I Q2 2018 inkluderades nedskrivningar som sänkte bruttomarginalen (inte kvantifierat) och engångskostnader för en organisationsförändring som påverkade de administrativa kostnaderna. Utvecklingskostnaderna i Q4 2018 inkluderade en nedskrivning med SEK 2.9m.

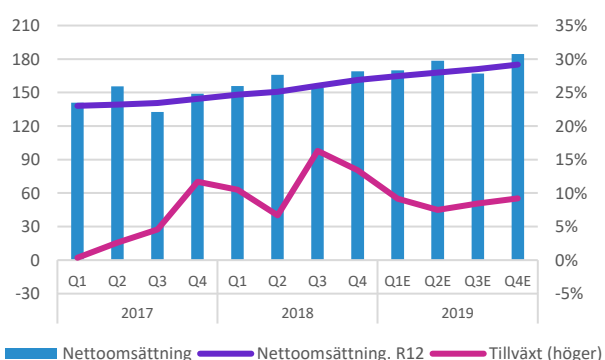
Vi förväntar oss högre bruttomarginal och relativt måttliga kostnadsökningar, vilket expanderar EBIT-marginalen under 2019E.

Resultaträkning

[SEKm]	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
Nettoomsättning	155.7	166.0	154.1	168.9	170.0	178.4	167.1	184.5
Kostnad för sålda varor	-111.8	-123.3	-110.3	-120.9	-120.3	-125.3	-118.6	-128.8
Bruttoresultat	43.9	42.7	43.8	48.0	49.7	53.2	48.5	55.6
Försäljningskostnader	-9.6	-11.1	-9.5	-10.0	-9.7	-10.0	-9.2	-9.8
Administrationskostnader	-19.9	-22.0	-19.4	-19.3	-19.5	-20.2	-20.4	-20.7
Utvecklingskostnader	-3.7	-3.7	-3.8	-8.1	-4.1	-4.3	-4.5	-4.8
Övriga rörelseint./kostn.	0.2	-0.7	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Rörelseresultat	10.9	5.2	11.8	11.0	16.7	19.0	14.7	20.7
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-2.1	-2.4	-3.3	-3.2	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0
Valutakursdifferenser	0.8	2.4	-0.9	-1.8	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4
Resultat efter fin. poster	9.6	5.2	7.7	6.0	13.9	16.4	12.2	18.3
Skatter	-2.5	-1.8	-1.3	-2.0	-3.1	-3.6	-2.7	-4.0
Resultat efter skatt	7.1	3.4	6.4	4.0	10.9	12.8	9.5	14.3
EPS, rapporterad	1.15	0.42	0.79	0.50	1.35	1.59	1.18	1.77
EPS, justerad	1.15	0.42	0.79	0.50	1.35	1.59	1.18	1.77
Tillväxt, Nettoomsättning	10.5%	6.7%	16.3%	13.4%	9.2%	7.5%	8.5%	9.2%
Bruttomarginal	28.2%	25.7%	28.4%	28.4%	29.2%	29.8%	29.0%	30.2%
EBIT-marginal	7.0%	3.1%	7.7%	6.5%	9.8%	10.7%	8.8%	11.2%

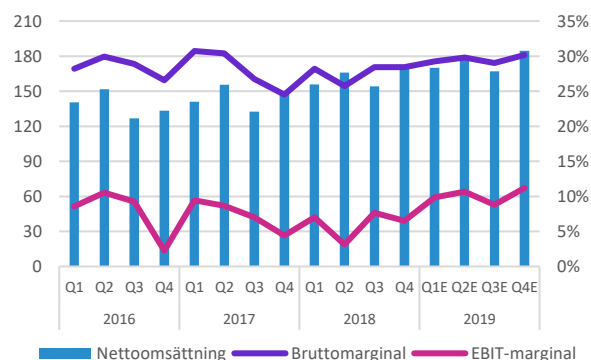
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Resultaträkning per år

Vi räknar med betydande förbättringar under 2019E...

...följt av lugnare ökningstakt under de följande åren.

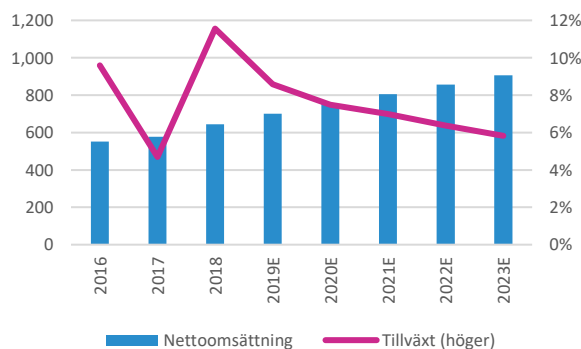
För 2019E räknar vi med SEK 700m i försäljning med EBIT på SEK 71m, vilket motsvarar en EBIT-marginal på 10.2%. Rapporterad EBIT 2018 var SEK 38.9m (6.0% EBIT-marginal), men justerat för engångskostnader var EBIT SEK 47.4m (7.4% EBIT-marginal). Marginalexpansionen drivs av högre bruttomarginal (1.9% inkl. engångsposter), besparingar inom Dental (0.9%) och resten av operationell hävstång, högre kapacitetsutnyttjande och gynnsammare produktmix.

För de följande åren räknar vi med ca 6-8% tillväxt och en fortsatt marginalexpansion, men i lugnare takt än 2019E. Detta kan sättas i relation till bolagets långsiktiga finansiella mål som innebär minst 10% organisk tillväxt och en EBIT-marginal överstigandes 13%. Våra nuvarande estimat innebär att bolaget når sitt marginalmål helåret 2024E.

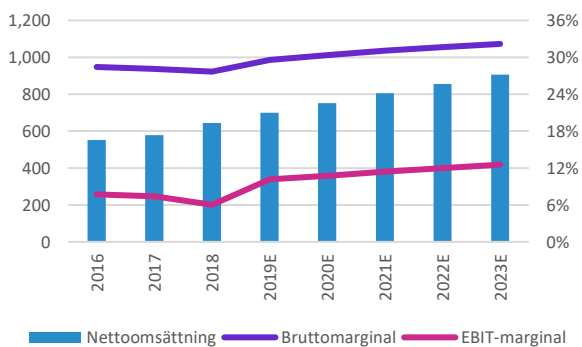
Resultaträkning

[SEKm]	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	552.0	577.9	644.7	700.0	752.4	804.9	856.2	906.1
Kostnad för sålda varor	-395.0	-415.4	-466.3	-493.0	-523.9	-554.9	-585.1	-614.6
Bruttoresultat	157.0	162.5	178.4	207.0	228.5	250.0	271.0	291.5
Försäljningskostnader	-36.2	-38.0	-40.2	-38.7	-41.2	-44.0	-47.3	-50.5
Administrationskostnader	-65.0	-68.0	-80.6	-80.8	-86.2	-89.8	-93.0	-95.7
Utvecklingskostnader	-15.2	-13.8	-19.3	-17.7	-21.1	-24.6	-28.3	-31.8
Övriga rörelseint./kostn.	2.1	0.0	0.6	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2
Rörelseresultat	42.7	42.7	38.9	71.2	80.9	92.0	102.8	113.7
Finansiella intäkter	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-10.4	-9.3	-11.0	-8.5	-6.9	-5.7	-4.6	-3.8
Valutakursdifferenser	5.4	-7.2	0.5	-1.7	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3
Resultat efter fin. poster	37.9	26.4	28.5	60.9	72.8	85.6	97.7	109.7
Skatter	-11.4	-3.8	-7.6	-13.4	-16.0	-18.8	-21.5	-24.1
Resultat efter skatt	26.5	22.6	20.9	47.5	56.8	66.8	76.2	85.5
EPS, rapporterad	4.38	3.73	2.75	5.89	7.04	8.28	9.44	10.60
EPS, justerad	4.38	3.73	2.75	5.89	7.04	8.28	9.44	10.60
Tillväxt, Nettoomsättning	9.6%	4.7%	11.6%	8.6%	7.5%	7.0%	6.4%	5.8%
Bruttomarginal	28.4%	28.1%	27.7%	29.6%	30.4%	31.1%	31.7%	32.2%
EBIT-marginal	7.7%	7.4%	6.0%	10.2%	10.7%	11.4%	12.0%	12.6%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per år

Källa: Murgata och bolaget

Omsättning och marginaler per år

Källa: Murgata och bolaget

Estimatrevideringar

Revideringarna reflekterar till stor del avvikelserna i Q4-rapporten

Vi höjer estimaten för Orthopedics, sänker dem för Dental och justerar upp dem något för Life Science (sammanslagning av tre segment). Nettoeffekten på marginalerna är liten, men 1.4-2.6% högre försäljning och justerade antaganden för finansnetto och skatt innebär 9-15% högre vinst per aktie under 2019-21E.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Orthopedics	223.6	244.3	264.8	208.8	223.5	238.5	7.1%	9.3%	11.0%
Dental	222.4	242.4	262.3	234.0	252.1	269.4	-5.0%	-3.8%	-2.6%
Life Science	254.0	265.6	277.8	247.6	262.3	276.7	2.6%	1.3%	0.4%
Totalt	700.0	752.4	804.9	690.4	737.9	784.6	1.4%	2.0%	2.6%

Tillväxt	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procentenh.)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Orthopedics	11.8%	9.3%	8.4%	7.9%	7.1%	6.7%	3.9%	2.2%	1.7%
Dental	7.6%	9.0%	8.2%	8.7%	7.7%	6.9%	-1.1%	1.3%	1.3%
Life Science	6.7%	4.6%	4.6%	5.7%	5.9%	5.5%	1.0%	-1.4%	-0.9%
Totalt	8.6%	7.5%	7.0%	7.4%	6.9%	6.3%	1.2%	0.6%	0.7%

Tillväxt lokala valutor	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
	5.5%	7.3%	7.0%	6.3%	6.9%	6.3%	-0.8%	0.4%	0.7%

Källa: Murgata Equity Research

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Net sales	700.0	752.4	804.9	690.4	737.9	784.6	1.4%	2.0%	2.6%
Gross profit	207.0	228.5	250.0	203.7	223.9	243.8	1.6%	2.0%	2.5%
EBIT	71.2	80.9	92.0	64.6	76.1	87.8	10.2%	6.3%	4.9%
EBITA	77.3	86.9	98.2	75.9	86.2	97.1	1.8%	0.8%	1.1%
EBITDA	127.3	141.3	152.5	125.9	140.5	156.6	1.1%	0.5%	-2.6%
PTP	60.9	72.8	85.6	53.1	66.0	78.9	14.7%	10.3%	8.6%
Net profit	47.5	56.8	66.8	41.4	51.5	61.5	14.7%	10.3%	8.6%
Net profit to shareholders	47.5	56.8	66.8	41.4	51.5	61.5	14.7%	10.3%	8.6%
EPS, adjusted	5.89	7.04	8.28	5.14	6.38	7.62	14.7%	10.3%	8.6%

Sales growth	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procentenh.)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Sales growth	8.6%	7.5%	7.0%	7.4%	6.9%	6.3%	1.2%	0.6%	0.7%
Gross margin, adj.	29.6%	30.4%	31.1%	29.5%	30.3%	31.1%	0.1%	0.0%	0.0%
EBIT margin, adj.	10.2%	10.7%	11.4%	9.4%	10.3%	11.2%	0.8%	0.4%	0.2%
EBITDA margin, adj.	18.2%	18.8%	18.9%	18.2%	19.0%	20.0%	-0.1%	-0.3%	-1.0%

Källa: Murgata Equity Research

Avvikelser i Q4-rapporten

Försäljningen på 168.9 (148.9) SEKm slog våra estimat på SEK 167.2m med 1.0%. Dental kom in lägre, medan övriga och framför allt Orthopedics överträffade våra förväntningar.

Bättre försäljning än väntat och EBIT helt i linje med våra estimat

Rapporterad EBIT kom in på SEK 11.0m, vilket justerat för engångskostnader (nedskrivning) var SEK 13.9m. De var i linje med våra förväntningar. Den justerade EBIT-marginalen var 8.2%.

Avvikelser: Försäljning per segment					
[SEKm]	4Q17	4Q18	Diff	Estimat	Diff
Dental Implant Systems	54.3	50.9	-3.4	59.5	-8.6
Diagnostics	8.6	9.5	0.9	9.8	-0.3
Hearing Device & Vibration	21.5	29.2	7.7	25.0	4.2
Orthopedics	40.1	54.3	14.2	47.8	6.5
Other Medical Areas	24.4	25.0	0.6	25.0	0.0
Totalt	148.9	168.9	20.0	167.2	1.7
<u>Tillväxt</u>					
Dental Implant Systems	17.3%	-6.3%	-23.5%	9.5%	-15.8%
Diagnostics	10.3%	10.5%	0.2%	14.4%	-3.9%
Hearing Device & Vibration	13.8%	35.8%	22.1%	16.3%	19.6%
Orthopedics	0.5%	35.4%	34.9%	19.3%	16.1%
Other Medical Areas	19.6%	2.5%	-17.1%	2.7%	-0.2%
Totalt	11.7%	13.4%	1.7%	12.3%	1.1%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Avvikelser: Resultaträkning					
[SEKm]	4Q17	4Q18	Diff	Estimat	Diff
Nettoomsättning	148.9	168.9	20.0	167.2	1.7
Kostnad för sålda varor	-112.4	-120.9	-8.5	-118.6	-2.3
Bruttoresultat	36.5	48.0	11.5	48.6	-0.6
Försäljningskostnader	-9.2	-10.0	-0.8	-10.7	0.7
Administrationskostnader	-17.0	-19.3	-2.3	-20.2	0.9
Utvecklingskostnader	-2.9	-8.1	-5.2	-4.3	-3.8
Övriga rörelseint./kostn.	-0.8	0.4	1.2	0.5	-0.1
Rörelseresultat	6.6	11.0	4.4	13.9	-2.9
Finansiella intäkter	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.1
Finansiella kostnader	-2.2	-3.2	-1.0	-3.2	0.0
Valutakursdifferenser	1.2	-1.8	-3.0	0.0	-1.8
Resultat efter finansiella poster	5.7	6.0	0.3	10.8	-4.8
Skatter	1.8	-2.0	-3.8	-2.4	0.4
Resultat efter skatt	7.5	4.0	-3.5	8.4	-4.4
EPS, reported	1.24	0.50	-0.74	1.05	-0.55
EPS, adjusted	1.24	0.50	-0.74	1.05	-0.55
Tillväxt, Nettoomsättning	11.7%	13.4%	1.7%	12.3%	1.1%
Bruttomarginal	24.5%	28.4%	3.9%	29.1%	-0.7%
EBIT-marginal	4.4%	6.5%	2.1%	8.3%	-1.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Värdering och aktie

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 115 (100) per aktie, vilket indikerar en uppsida på nästan 50%. Det motsvarar P/E(19E) på 20x, vilket är lägre än det historiska genomsnittet. Aktien handlas under vårt "Bear case" och vi ser en potential till ytterligare uppvärdering på sikt.

Motiverat värde: SEK 115
DCF-värde: SEK 132

Vi har använt oss av flera värderingsansatser för att bestämma vårt motiverade värde. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 132 i vårt grundscenario.

Bull case: SEK 196
Bear case: SEK 85

Vi har även ett optimistiskt Bull case-scenario som indikerar ett värde på SEK 196, medan vårt pessimistiska Bear case-scenario indikerar SEK 85. Antagandena i vårt Bull case-scenario är förmodligen nära bolagets egna ambitioner, även om de inte offentliggör några prognoser. Bear case-scenariot är 2% lägre tillväxt än vi har i vårt grundscenario (Base case). Aktien handlas under vårt Bear case, vilket vi anser är alldeles för pessimistiskt.

Elos är lågt värderat jämfört med jämförelsebolagen...

Vi har jämfört värderingen med några andra svenska bolag som vi anser är relevanta jämförelseobjekt. Baserat på de rapporterade siffrorna är Elos Medtech lågt värderat när vi tittar på P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA när vi använder tillbakablickande resultat. Vi anser inte att Elos nuvarande värdering reflekterar resultatförbättringarna som vi förväntar oss.

...och vi ser en tydlig potential för uppvärdering från dagens nivåer.

Applicerar vi jämförelsebolagens multiplar på våra prognoser för Elos kan man argumentera för att Elos skulle kunna handlas till SEK 221 idag. Om vi istället skulle använda Elos historiska multiplar skulle det indikera ett nuvärde på ca SEK 142-170 per aktie. Det finns en tydlig uppvärderingspotential, men vi tror inte att aktiemarknaden är beredd att gå så långt än så länge. Vi sätter vårt motiverade värde till SEK 115 vilket vi anser är en rimlig nivå just nu. Det motsvarar P/E (2019E) på 20x, vilket är något lägre än bolagets historiska genomsnitt.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi tillämpar ett avkastningskrav på 9.0% för Elos och kommer fram till ett DCF-värde på SEK 132 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 2.0%.

Vi diskonterar kassaflöden under vår explicita prognosperiod som sträcker sig fram till 2040 plus terminalvärdet (2% tillväxt) och en WACC på 9.0% blir DCF-värdet SEK 132 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)	1.5%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.8%	Equity ratio	82.5%
re	10.3%	rd	3.6%	WACC	9.0%

Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin
-2020	88	11	9.2%	18.8%
2021-2025	258	32	6.0%	20.2%
2026-2030	240	30	4.7%	21.4%
2031-2035	205	25	4.0%	21.7%
2035-2040	164	20	3.6%	21.9%
Terminal	396	49	2.0%	
Total	1,352	168		
Net debt	287	36		
DCF value	1,064	132		

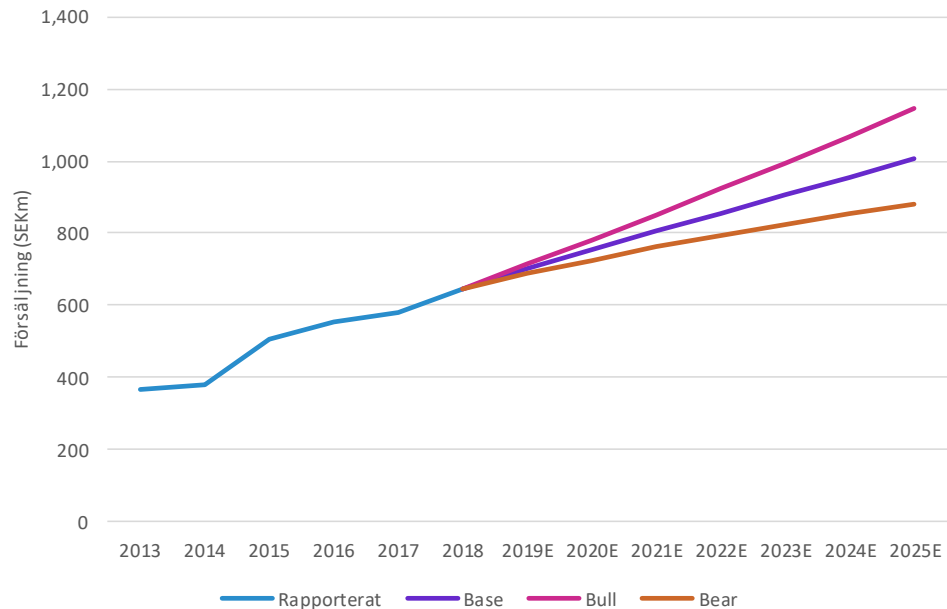
Källa: Murgata Equity Research

Scenarier

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

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

Försäljningsantaganden per scenario: Base, Bull och Bear

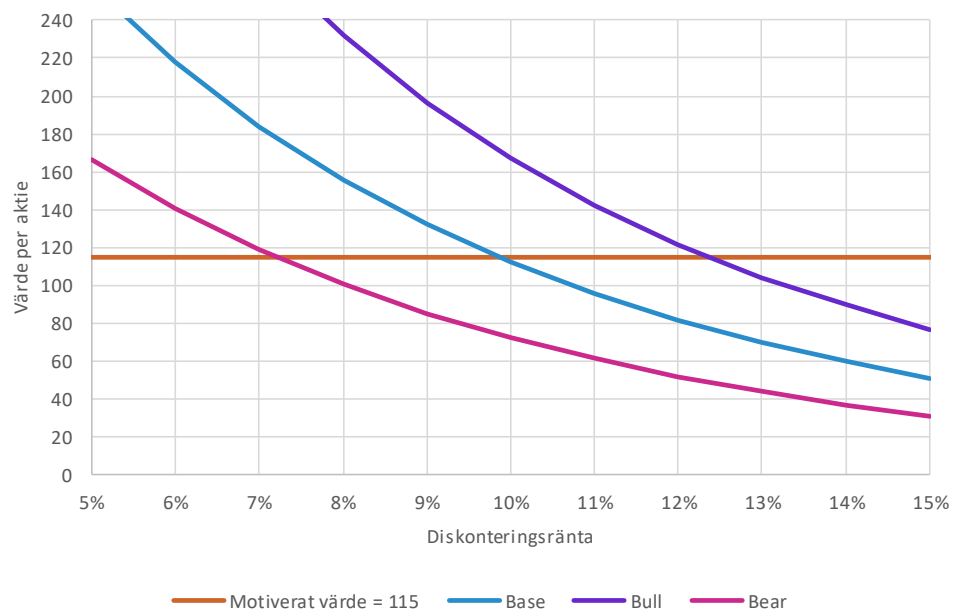


Källa: Murgata och bolaget

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

Vårt DCF-värde i grundscenariot är alltså SEK 132 per aktie. Vårt Bull case ger ett värde på SEK 196 per aktie och vårt Bear case pekar på SEK 85 per aktie. Ett sätt att se det är att marknaden prisar in mer än två procentenhet lägre tillväxt jämfört med våra estimat ända till år 2040. Vi anser att marknaden förväntningar är alltför låga och ser en rejäl uppsida i aktien.

DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



Källa: Murgata och bolaget

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.

Olika situationer påverkar såväl Elos som jämförelsebolagens värdering

Bolagen har sina speciella situationer. Nolato har pressats av e-cigarett, AddLife har förvärvat och genomfört en emission, Lifco har bytt VD, Recipharm har haft tekniska problem vid en enhet och ska avveckla en annan och så vidare. Vi har använt oss av respektive bolags Q4-rapporter (helåret 2018).

Rapporterade multiplar

Vi har utgått från rapporterade resultat...

Vi har inga egna estimat för jämförelsebolagen och anser att det är fel att applicera andras estimat (i de fall de förekommer) på dessa bolag för att dra slutsatser om vår värdering av Elos. Även om det är praxis för analytiker anser vi att detta sätt att använda konsensus-estimat är minst lika absurt som att använda någon annans estimat för Elos i kombination med aktuellt marknadspris (som förmodligen inte reflekterar just de estimaten).

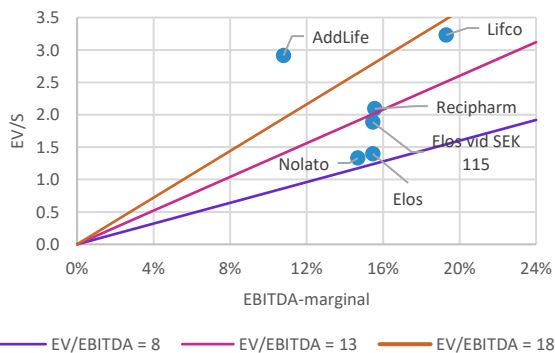
...och Elos är lågt värderat i relativa termer...

Elos är för närvarande lägst värderat av samtliga jämförelsebolag om vi jämför EV/EBITDA och näst lägst efter Nolato om vi använder oss av EV/EBIT. Vid vårt motiverade värde SEK 115 skulle Elos vara lägre värderat än AddLife och Recipharm om vi jämför EV/EBITDA och EV/EBIT (även lägre EV/EBIT än Lifco).

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

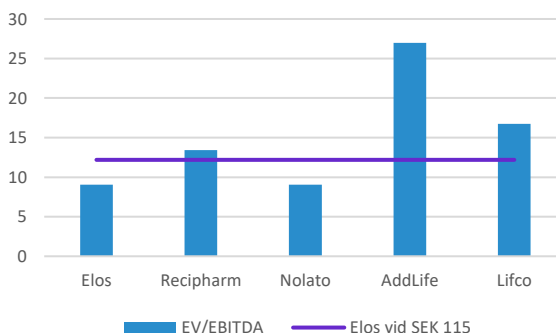
Vi räknar med att Elos kommer förbättra sig såväl EBIT som EBITDA markant under 2019E och det skulle innebära att framåtblickande multiplar för Elos sjunker betydligt.

EV/S och EBITDA-marginal



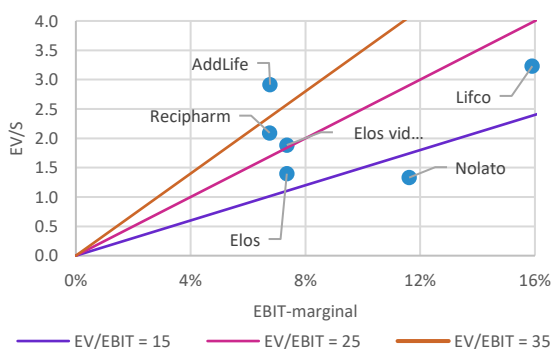
Källa: Murgata och bolaget

Nuvarande EV/EBITDA samt Elos vid SEK 115



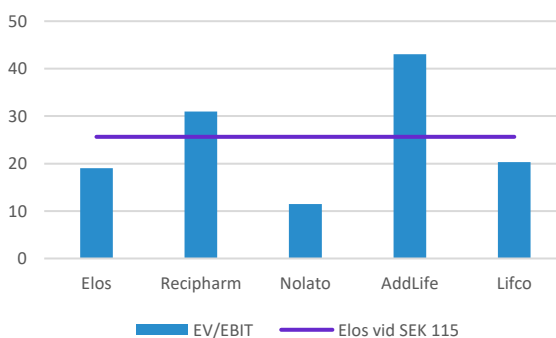
Källa: Murgata och bolaget

EV/S och EBIT-marginal



Källa: Murgata och bolaget

Nuvarande EV/EBIT samt Elos vid SEK 115



Källa: Murgata och bolaget

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

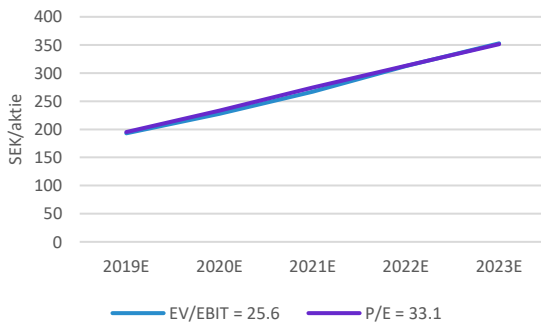
Värdering i linje med jämförelsebolagen applicerat på våra estimat för 2023E skulle motivera SEK 181-194 per aktie

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. Vi anser att Elos värdering vid vårt motiverade värde SEK 115 per aktie (cirka 50% högre än dagens kurs) skulle vara attraktivt om man tar hänsyn till våra framåtblickande estimat.

Ett sätt att ta hänsyn till resultatförbättringarna som vi förväntar oss är att utgå från medianvärdena av jämförelsebolagens nuvarande värderingsmultiplar EV/EBIT 25.6x och P/E 33.1x. Därefter multiplicerar vi EV/EBIT 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. På motsvarande sätt multiplicerar vi P/E med vår prognosticerade vinst per aktie för att få aktiekursen respektive år. Resultatet av detta illustreras i grafen nedan till vänster.

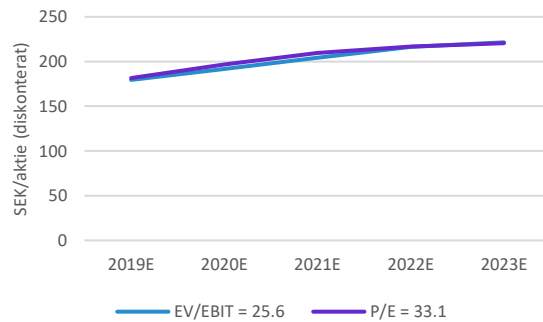
Enligt denna räkneövning skulle Elos år 2023E handlas till SEK 351-353 (baserat på EV/EBIT och P/E). Det är viktigt att framhålla att det inte är samma sak som att aktien bör handlas till de nivåerna idag. Vi diskonterar aktievärdena med avkastningskravet för eget kapital (inte WACC) för att komma fram till nuvärdet, dvs vad aktien borde handlas till idag. Resultatet illustreras i grafen till höger. Om våra estimat för 2023 stämmer och aktien då handlas till samma multiplar som jämförelsebolagen idag borde aktien vara värd cirka SEK 221 idag.

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolaget

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolaget

Om estimaten för 2023E håller motsvarar SEK 115 idag P/E 17x

Jämförelsebolagens nuvarande multiplar innebär att Elos handlas med kraftig rabatt 2019E.

Tillväxt, marginalexpansion och multipelexpansion?

För att man med ovanstående metodik ska komma fram till vårt motiverade värde på SEK 115 per aktie just nu krävs EV/EBIT 13.3x och P/E 17.3x för 2023E med utgångspunkt från våra estimat. Det motsvarar 48% rabatt i förhållande till hur de jämförbara bolagen handlas idag. Det tror vi kommer visa sig vara en alltför stor rabatt. Man kan notera att rabatten är betydligt större om man jämför med nuvarande aktiekurs.

Om vi istället utgår från jämförelsebolagens multiplar och applicerar dem på våra estimat för 2019E bör aktien handlas till 179-182 per aktie idag. Vi tror dock inte att marknaden är beredd att handla upp Elos Medtech till de nivåerna under den närmaste tiden. Samtidigt innebär det 30-40% rabatt om aktien handlades vid vårt motiverade värde SEK 115 och betydligt mer jämfört med nuvarande aktiekurs.

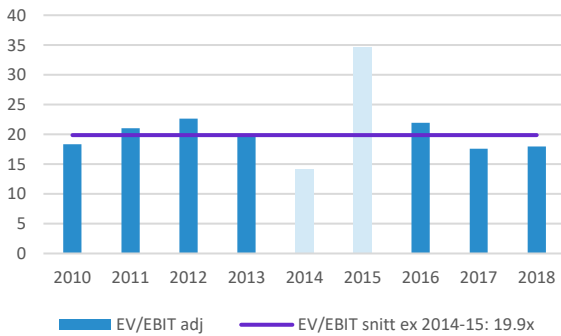
Vi anser att vårt motiverade värde är rimligt med utgångspunkt från våra estimat och hur jämförbara bolag värderas. Blickar vi längre framåt ser vi en potential för aktien att utveckla sig bättre än sitt avkastningskrav, delvis drivet av multipelexpansion. Det är dock något som alltid är osäkert och svårt att förutsäga tidsmässigt. Dessutom kommer värderingsmultiplarna fluktuera, vilket också påverkar värdet av Elos aktie enligt dessa antaganden.

Värdering jämfört med bolagets egen historik

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

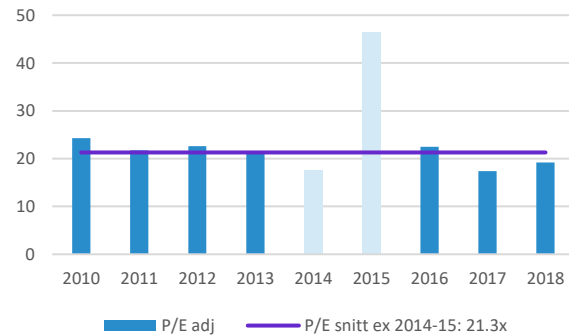
I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmått (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs) i slutet av året. Under 2014 avyttrades den sista stora delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser). I början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska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

Elos historiska EV/EBIT-multiplar



Källa: Murgata och bolaget

Elos historiska P/E-tal



Källa: Murgata och bolaget

Elos har handlats med rabatt jämfört med jämförelsebolagen

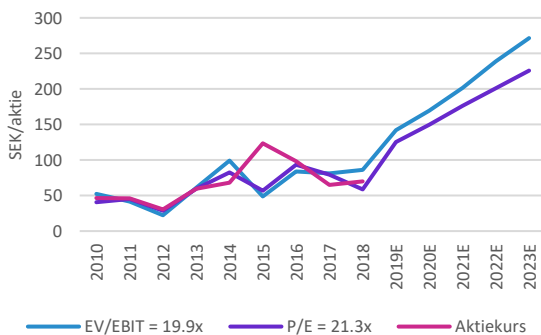
Genomsnittet för EV/EBIT (exklusive 2014-15) är 19.9x och för P/E är motsvarande genomsnitt 21.3x. Jämfört med motsvarande mått för jämförelsebolagens multiplar på föregående sida (EV/EBIT 25.6 och P/E 33.1x) innebär snittet för Elos en rabatt på 23% (EV/EBIT) respektive 36% (P/E).

Historiska multiplar applicerade på våra 2023E-estimat skulle kunna motivera SEK 142-170 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 272 respektive SEK 228 per aktie, vilket diskonterat till nuvärde skulle motivera SEK 170 respektive SEK 142 kronor per aktie.

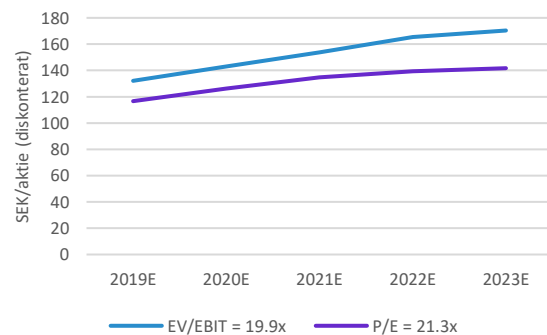
Förutsättningen är att nuvarande estimat håller och att aktien värderas i linje med sitt historiska genomsnitt och att avkastningskravet inte förändras. Vi tror dock inte att aktiemarknaden är beredd att gå så långt under den närmaste tiden och har därför ett motiverat värde som är betydligt lägre (SEK 115).

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolaget

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolaget

Financial statements and valuation

Income statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	700.0	752.4	804.9	856.2
COGS	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-493.0	-523.9	-554.9	-585.1
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	207.0	228.5	250.0	271.0
Other operating income	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	1.2	0.8	0.5	0.3
OPEX incl. Depr.+Amort.	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-140.1	-137.1	-148.4	-158.5	-168.6
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	71.2	80.9	92.0	102.8
Interest income	4.4	6.6	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest expenses	-9.1	-16.1	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-11.0	-8.5	-6.9	-5.7	-4.6
Other financial items	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	-1.7	-1.1	-0.7	-0.5
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	60.9	72.8	85.6	97.7
Tax	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-13.4	-16.0	-18.8	-21.5
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	47.5	56.8	66.8	76.2
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.	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	47.5	56.8	66.8	76.2
EPS, reported	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	5.89	7.04	8.28	9.44
EPS, fully diluted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	5.89	7.04	8.28	9.44
Dividend per share	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	2.40	2.80	3.30	3.80
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	127.3	141.3	152.5	165.9
Depreciation	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.0	-54.4	-54.3	-56.7
Amortization	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-12.9	-6.1	-6.1	-6.2	-6.3
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	71.2	80.9	92.0	102.8
Capitalized dev.	2.0	13.0	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6

Source: Murgata Equity Research and company data

Adjusted P&L												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	700.0	752.4	804.9	856.2
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	207.0	228.5	250.0	271.0
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	71.2	80.9	92.0	102.8
EBITA	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	77.3	86.9	98.2	109.1
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	127.3	141.3	152.5	165.9
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	60.9	72.8	85.6	97.7
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	47.5	56.8	66.8	76.2
Net profit to shareh.s	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	47.5	56.8	66.8	76.2
EPS, adjusted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	5.89	7.04	8.28	9.44
Gross margin, adj.	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	29.6%	30.4%	31.1%	31.7%
EBIT margin, adj.	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	10.2%	10.7%	11.4%	12.0%
EBITDA margin, adj.	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	18.8%	18.9%	19.4%
Sales growth	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	8.6%	7.5%	7.0%	6.4%
EBIT adj. growth	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	50.1%	13.6%	13.8%	11.7%
EBITDA adj. growth	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	27.6%	11.0%	8.0%	8.7%
EPS adj. growth	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	61.6%	19.5%	17.7%	14.1%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
Non-current assets	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Goodwill	42.8	41.6	42.8	45.1	234.9	253.8	235.1	253.6	253.6	253.6	253.6	253.6
Capitalised dev. costs	4.7	15.9	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	1.8	1.8	1.9	2.0	2.2
Intangible assets, other	12.3	12.8	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	23.0	22.9	23.2	23.9	24.8
Tangible fixed assets	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	384.0	374.8	368.8	363.4
Financial assets	0.0	4.2	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred tax assets	0.0	6.2	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	2.4	5.1	6.1	7.2	8.2
Total non-current assets	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	667.4	659.6	655.4	652.2
Current assets												
Inventories	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	165.8	179.1	192.0	204.8
Accounts receivable	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	92.1	99.5	106.7	113.8
Current tax receivables	4.6	1.3	2.4	0.8	5.6	2.0	1.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Other curr. receivables	8.6	7.2	9.1	5.2	3.6	2.1	4.0	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6
Prepaid exp., accr. inc.	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	7.2	7.7	8.3	8.8
Cash and equivalents	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	63.5	89.0	118.7	141.1
Total current assets	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	332.9	379.8	430.3	473.3
Total assets	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,000.3	1,039.4	1,085.8	1,125.4
Shareholders equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	547.0	581.7	623.0	669.4
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	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	547.0	581.7	623.0	669.4
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	155.7	141.4	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	222.1	222.1	222.1	209.6
Deferred tax liabilities	27.0	26.8	25.4	21.2	22.8	30.1	30.8	27.3	28.6	30.0	31.5	33.1
Pension provisions	16.7	34.2	33.2	26.3	28.0	28.8	36.9	44.7	46.9	49.3	51.7	
Other long-term liab.	1.1	0.1	0.1	0.0	39.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total non-current liab.	200.5	202.5	167.2	162.7	331.2	282.2	273.5	294.1	297.7	301.4	305.4	297.1
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	53.4	71.7	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	62.6	56.3	50.7	45.6
Accounts payable	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	37.2	40.2	43.1	45.9
Advances from cust.	0.5	1.5	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accrued exp., prep. inc.	34.6	33.6	33.3	31.3	33.2	38.7	37.9	44.4	48.9	52.8	56.6	60.4
Current tax liabilities	0.9	1.5	6.8	3.8	0.0	0.8	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Other current liabilities	5.4	7.7	7.0	7.6	81.8	50.5	7.5	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
Total current liabilities	116.1	134.6	130.4	106.4	219.8	238.6	205.1	154.7	155.6	156.3	157.4	159.0
Total equity and liab.	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,000.3	1,039.4	1,085.8	1,125.4

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet metrics												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	268	239	206	114
Net debt/Equity	91%	111%	74%	17%	94%	93%	97%	57%	49%	41%	33%	17%
Net debt/EBITDA adj.	3.5	4.1	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.1	1.7	1.3	0.7
Net working capital	136	131	127	113	67	90	149	168	176	191	205	219
NWC/Net sales	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	25.2%	25.4%	25.5%	25.6%
Invested capital	440	442	426	412	700	734	751	821	839	844	853	863
Capital employed	470	470	460	540	741	774	761	870	902	933	972	1,004
ROE	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	9.0%	10.1%	11.1%	11.8%
ROIC	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	7.0%	7.7%	8.6%	9.5%
ROCE	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	8.0%	8.8%	9.7%	10.4%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	4.9%	5.6%	6.3%	6.9%

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	127.3	141.3	152.5	165.9
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-10.3	-8.1	-6.4	-5.1
Taxes paid	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-13.4	-16.0	-18.8	-21.5
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from op. bef. ch in wc	49.8	44.9	58.7	61.4	62.4	91.1	82.5	75.9	103.6	117.2	127.3	139.3
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-8.1	-14.4	-14.1	-13.9
CF from operating activities	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	66.0	95.5	102.7	113.2	125.4
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-40.0	-41.5	-12.2	-23.7	-46.1	-29.3	-37.6	-79.9	-66.0	-51.6	-55.2	-58.8
CF from investments	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-79.9	-66.0	-51.6	-55.2	-58.8
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	-7.0	-6.3	-5.6	-17.6
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	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	-19.4	-22.6	-26.6
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from financial activities	-12.2	-3.8	-40.0	-53.1	57.8	-71.8	-53.3	53.1	-15.0	-25.6	-28.2	-44.2
CF adj. (divestment etc)	0.0	0.0	8.1	120.1	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow for the period	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	14.5	25.5	29.8	22.4
Cash and eq. at period's start	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	63.5	89.0	118.7
Exch. diff. for cash and eq.	0.0	-0.5	-19.8	-4.2	0.8	0.9	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash and eq. at period's end	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	63.5	89.0	118.7	141.1

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow for analysis												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	127.3	141.3	152.5	165.9
Taxes: Operational	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-13.4	-16.0	-18.8	-21.5
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-8.1	-14.4	-14.1	-13.9
CAPEX	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-66.0	-51.6	-55.2	-58.8
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFF	-11.0	-2.2	52.6	15.4	-6.2	68.5	40.8	-5.8	39.8	59.2	64.4	71.7
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-10.3	-8.1	-6.4	-5.1
Taxes: Financial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFE	-15.6	-5.8	42.5	5.4	-17.0	63.7	24.4	-16.2	29.5	51.2	58.0	66.6
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	-7.0	-6.3	-5.6	-17.6
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	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	-19.4	-22.6	-26.6
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	10.1	9.7	20.7	137.4	30.9	5.2	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Total cash flow	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	14.5	25.5	29.8	22.4

Source: Murgata Equity Research and company data

Valuation data												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<u>Shares</u>												
End of period, bef. dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
End of period, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	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	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068
<u>Enterprise value</u>												
Share price, end of period	46.00	30.50	59.50	68.00	123.50	98.50	65.00	70.00	78.80	78.80	78.80	78.80
Shares for valuation	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
Market cap	278	185	360	411	747	596	393	565	636	636	636	636
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	268	239	206	114
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	474	408	533	469	1059	938	752	852	904	875	842	750
<u>Valuation</u>												
P/S	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
P/E adj	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	13.4	11.2	9.5	8.3
P/BV	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/S	1.1	0.9	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBIT adj	21.0	22.6	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	12.7	10.8	9.1	7.3
EV/EBITA adj	16.9	18.5	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	11.7	10.1	8.6	6.9
EV/EBITDA adj	8.5	7.5	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	7.1	6.2	5.5	4.5
FCFE yield	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	4.6%	8.0%	9.1%	10.5%
Dividend yield	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	3.0%	3.6%	4.2%	4.8%
Payout ratio	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	40.8%	39.8%	39.9%	40.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Viktig information/Disclaimer

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

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

MiFID II

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

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

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

Ansvarsbegränsning

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

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

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

Upphovsrätt och spridning

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

Tidpunkten för analysens färdigställande framgår av analysen framsida.