

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 115

Inför rapporten för Q4 2019

Aktiekurs: SEK 114.50

Elos rapporterar den 18 februari. Vi förväntar oss att Orthopedics och Dental driver tillväxten, medan Life Science påverkas negativt av den strategiska utfasningen tidigare under året. Vi behåller vårt motiverade värde på SEK 115 oförändrat och noterar att aktien just nu handlas nära den nivån.

Vi räknar med en bra rapport

Vi räknar med att Orthopedics och Dental växer med 17.1% respektive 13.2% i Q4. Den strategiska utfasningen av produkter inom Life Science (som inte var medtech-relaterade) bör ha en kännbar inverkan på den rapporterade tillväxten, men hur stor den blir är osäkert. Vi räknar med fortsatt marginalexpansion även justerat för engångskostnaderna i Q4 2018.

Bra fart inom alla affärsområden

Fabriken i Memphis (Orthopedics) har nyligen färdigställt en fördubbling av produktionsytan och nu är det dags för fabriken i Skara (Life Science) att göra samma sak. Elos är mycket välpositionerat inom digitaliseringen som sker inom tandimplantatområdet (Dental). Bolaget inväntar FDA-godkännande för viktiga produkter som på allvar kan öppna dörren till USA.

Vi behåller vårt motiverade värde SEK 115 inför rapporten

Aktien handlas nära vårt motiverade värde på SEK 115. Det finns potential för höjningar framöver, men vi anser att det är befogat med en viss rabatt just nu. En osäker faktor är fabriken i Kina som skulle kunna påverkas direkt eller indirekt av de senaste veckornas virusutbrott. Det är för tidigt att dra slutsatser om det, men vi har tagit en viss höjd för det i våra estimat för Q1.

Key figures (SEK)

Year end: December	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	578	645	705	728	803
EBIT	43	47	67	71	82
EBITDA	94	100	127	137	148
PTP	26	37	53	62	75
EPS adj	3.73	3.64	5.07	5.99	7.20
DPS	0.00	1.00	2.00	2.40	2.90
Sales growth	4.7%	11.6%	9.4%	3.2%	10.3%
EBIT margin	7.4%	7.4%	9.5%	9.8%	10.2%
EBITDA margin	16.3%	15.5%	18.0%	18.8%	18.5%
EPS adj. growth	-14.7%	-2.4%	39.2%	18.1%	20.3%
Net debt	359	287	324	297	272
Net debt/Equity	97%	57%	55%	48%	41%
Net debt/EBITDA	3.8	2.9	2.5	2.2	1.8
EV/S	1.3	1.3	1.8	1.7	1.5
EV/EBIT	17.6	18.0	18.7	17.1	14.6
EV/EBITDA	8.0	8.5	9.8	8.9	8.1
P/E adj.	17.4	19.2	22.6	19.1	15.9
P/BV	1.1	1.1	1.6	1.5	1.4
Dividend yield	0.0%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%
FCFE-yield	6.2%	-2.9%	-2.1%	5.0%	5.2%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	924
Net debt (SEKm)	287
EV (SEKm)	1,211

Free float	68%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSSB SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO	Jan Wahlström
CFO	Ewa Linsäter
Chairman	Yvonne Mårtensson

Homepage	elosmedtech.com
Next report	18 February 2020

Estimate revisions

(%)	2019E	2020E	2021E
Net sales	-4.2%	-7.3%	-5.6%
EBIT	-4.5%	-15.2%	-14.9%
EBITDA	-3.9%	-12.4%	-12.9%
EPS adj.	4.1%	-12.8%	-14.4%



Performance	3M	6M	12M	YTD
	13%	16%	66%	8%

Estimat

Här finns våra detaljerade estimat för försäljning och resultaträkning sammanfattade för såväl kvartal som år. Fylligare beskrivningar av verksamheten finns i tidigare analyser och vi kommer återkomma till det när vi släpper nästa analys.

Försäljningsestimat

Vi räknar med att tillväxten i Q4 blir 3.2% (-0.3% valutajusterat), med en god tillväxt i Orthopedics (17.1%) och Dental (13.2%). Inom Orthopedics har utbyggnaden i USA-fabriken invigts under Q4 och det är framför allt produkter för ortopedisk robotkirurgi som driver efterfrågan. Dental har främst drivits av egna produkter under senare tid, men den verksamheten går bra och det är ett relativt enkelt jämförelsetal. Life Science ser svagt ut, men det beror på att Elos kommit överens om att inte tillverka vissa produkter som inte var medtech-relaterade. Det ledde till en stor engångsintäkt i Q1 2019 och ett kännbart produktionsbortfall under Q3. Den dynamiken är en strukturell osäkerhet i våra estimat.

Strukturell osäkerhet i våra estimat för Life Science på grund av strategisk utfasning av produkter

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
Orthopedics	46.0	48.4	51.3	54.3	55.8	64.5	58.1	63.6
Dental	56.2	53.5	46.1	50.9	61.2	54.7	54.1	57.6
Life Science	53.5	64.1	56.7	63.7	72.9	64.9	44.9	53.0
Totalt	155.7	166.0	154.1	168.9	189.9	184.1	157.1	174.2
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics	17.9%	5.4%	25.1%	35.4%	21.3%	33.3%	13.3%	17.1%
Dental	9.1%	-0.9%	9.2%	-6.3%	8.9%	2.2%	17.4%	13.2%
Life Science	6.2%	15.1%	15.0%	16.9%	36.3%	1.2%	-20.8%	-16.8%
Totalt	10.5%	6.7%	16.3%	13.4%	22.0%	10.9%	1.9%	3.2%
Tillväxt lokala valutor	11.2%	5.8%	9.4%	8.8%	16.1%	7.3%	-1.4%	-0.3%

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	242.0	274.5	310.0	345.0	379.4
Dental	171.1	202.0	206.7	227.6	235.8	254.0	272.8	291.1
Life Science	198.6	209.9	238.0	235.7	217.7	238.7	258.0	276.8
Totalt	552.0	577.9	644.7	705.3	728.0	802.8	875.9	947.4
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics		-8.9%	20.5%	21.0%	13.4%	13.0%	11.3%	10.0%
Dental		18.1%	2.3%	10.1%	3.6%	7.7%	7.4%	6.7%
Life Science		5.7%	13.4%	-1.0%	-7.6%	9.7%	8.1%	7.3%
Totalt	9.6%	4.7%	11.6%	9.4%	3.2%	10.3%	9.1%	8.2%
Tillväxt lokala valutor	10.1%	4.3%	8.0%	5.2%	2.9%	9.9%	9.1%	8.2%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

Justerat för en engångspost i Q4 2018 förväntar vi oss en expansion av EBIT-marginalen till 8.9 (8.2) procent drivet av högre bruttomarginal.

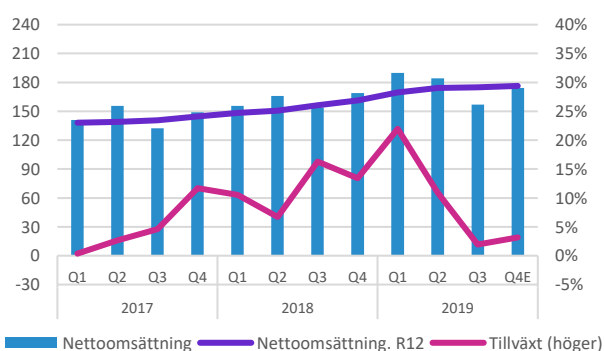
Vi förväntar oss alltså 3.2% rapporterad försäljningstillväxt i Q4 och räknar med en expansion v bruttomarginalen jämfört med föregående år. När det gäller de operativa kostnaderna är det framför allt de administrativa kostnaderna som är högre än i jämförelsekvartalet. Elos har varit aktiva med flera större strukturella projekt plus löpande juridiska kostnader för en stämning i USA och vi räknar med att aktiviteten varit hög även i Q4. I jämförelsekvartalets rapporterade utvecklingskostnader på SEK 8.1m ingår en nedskrivning på SEK 2.9m, så vårt estimat för Q4 2019 på SEK 4.7m är jämförbart med SEK 5.2m. Sammantaget förväntar vi oss en expansion av EBIT-marginalen till 8.9 (6.5) procent. Om vi justerar för nedskrivningen skulle EBIT-marginalen ha varit 8.2% i jämförelsekvartalet.

Resultaträkning

[SEKm]	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
Nettoomsättning	155.7	166.0	154.1	168.9	189.9	184.1	157.1	174.2
Kostnad för sålda varor	-111.8	-123.3	-110.3	-120.9	-129.9	-128.0	-109.3	-121.5
Bruttoresultat	43.9	42.7	43.8	48.0	60.0	56.1	47.8	52.7
Försäljningskostnader	-9.6	-11.1	-9.5	-10.0	-10.6	-10.3	-9.2	-9.9
Administrationskostnader	-19.9	-22.0	-19.4	-19.3	-23.7	-26.4	-21.9	-23.2
Utvecklingskostnader	-3.7	-3.7	-3.8	-8.1	-5.3	-4.4	-3.2	-4.7
Övriga rörelseint./kostn.	0.2	-0.7	0.7	0.4	1.0	0.6	0.7	0.6
Rörelseresultat	10.9	5.2	11.8	11.0	21.4	15.6	14.2	15.5
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	-3.2	-3.1	-2.8	-2.7
Valutakursdifferenser	0.8	2.4	-0.9	-1.8	2.4	-3.9	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	9.6	5.2	7.7	6.0	20.6	8.6	11.4	12.9
Skatter	-2.5	-1.8	-1.3	-2.0	-5.3	-2.0	-2.4	-2.8
Resultat efter skatt	7.1	3.4	6.4	4.0	15.3	6.6	9.0	10.0
EPS, rapporterad	1.15	0.42	0.79	0.50	1.90	0.82	1.12	1.24
EPS, justerad	1.15	0.42	0.79	0.50	1.90	0.82	1.12	1.24
Tillväxt, Nettoomsättning	10.5%	6.7%	16.3%	13.4%	22.0%	10.9%	1.9%	3.2%
Bruttomarginal	28.2%	25.7%	28.4%	28.4%	31.6%	30.5%	30.4%	30.2%
EBIT-marginal	7.0%	3.1%	7.7%	6.5%	11.3%	8.5%	9.0%	8.9%

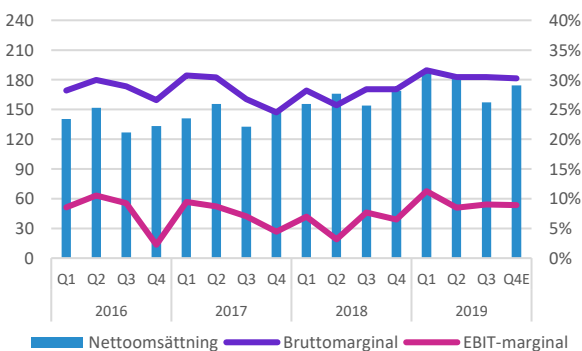
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Resultaträkning per år

Våra estimat för Q4 innebär att 2019E kommer in på 9.4% försäljningstillväxt (5.2% i lokala valutor) med en EBIT-marginal på 9.5 (6.0) procent.

Inför 2020E räknar vi med 3.2% tillväxt, vilket främst drivs av ortopedi. Life Science och Dental har en tuffa jämförelsetal och den strategiska utfasningen inom Life Science drar ner den rapporterade tillväxten. Vi har även tagit höjd för svag försäljning i Q1 på grund av det pågående utbrottet av Coronaviruset (2019-nCoV). Det är för tidigt att ha bestämda åsikter om och i så fall vilken utsträckning det skulle kunna påverka Elos. Blir det inga konsekvenser finns det uppsida i estimaten, men det går även att tänka sig scenarier med nedsida.

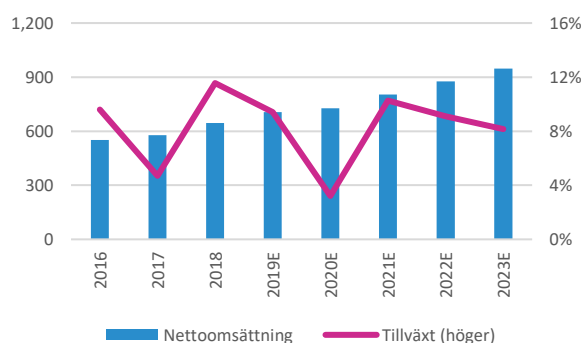
Engångseffekter håller tillbaka tillväxten 2020E.

Vi räknar med fortsatt expansion av såväl brutto- som EBIT-marginaler (finansiellt mål: 13%).

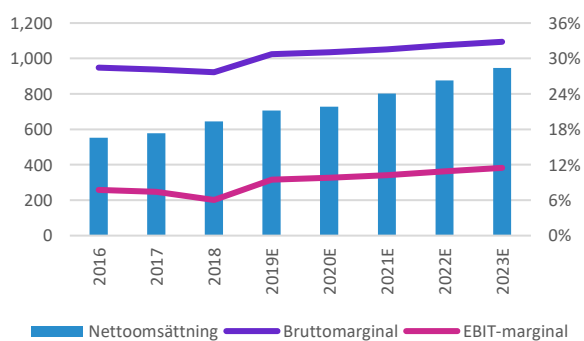
Resultaträkning

[SEKm]	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	552.0	577.9	644.7	705.3	728.0	802.8	875.9	947.4
Kostnad för sålda varor	-395.0	-415.4	-466.3	-488.7	-502.1	-549.7	-593.5	-636.4
Bruttoresultat	157.0	162.5	178.4	216.6	225.9	253.1	282.4	310.9
Försäljningskostnader	-36.2	-38.0	-40.2	-40.0	-41.8	-46.1	-50.8	-55.4
Administrationskostnader	-65.0	-68.0	-80.6	-95.2	-94.3	-101.6	-108.2	-114.2
Utvecklingskostnader	-15.2	-13.8	-19.3	-17.6	-20.4	-24.5	-28.9	-33.2
Övriga rörelseint./kostn.	2.1	0.0	0.6	2.9	1.9	1.3	0.8	0.6
Rörelseresultat	42.7	42.7	38.9	66.7	71.3	82.1	95.3	108.7
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	-11.8	-9.4	-7.6	-6.2	-5.1
Valutakursdifferenser	5.4	-7.2	0.5	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	37.9	26.4	28.5	53.5	62.0	74.5	89.0	103.6
Skatter	-11.4	-3.8	-7.6	-12.5	-13.6	-16.4	-19.6	-22.8
Resultat efter skatt	26.5	22.6	20.9	40.9	48.3	58.1	69.5	80.8
EPS, rapporterad	4.38	3.73	2.75	5.07	5.99	7.20	8.61	10.02
EPS, justerad	4.38	3.73	2.75	5.07	5.99	7.20	8.61	10.02
Tillväxt, Nettoomsättning	9.6%	4.7%	11.6%	9.4%	3.2%	10.3%	9.1%	8.2%
Bruttomarginal	28.4%	28.1%	27.7%	30.7%	31.0%	31.5%	32.2%	32.8%
EBIT-marginal	7.7%	7.4%	6.0%	9.5%	9.8%	10.2%	10.9%	11.5%

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

Sänkta
försäljningsestimat på
grund av strategisk
utfasning

Vi har tidigare underskattat magnituden av den strategiska utfasningen av produkterna inom Life Science och sänker estimaten. Estimathöjningarna inom Dental är ungefär lika stora som sänkningarna inom Orthopedics där vi troligen höjt förväntningarna för högt tidigare. Estimaten kommer förändras efter Q4-rapporten och i samband med det kommer vi resonera mer kring olika faktorer inverkan på estimaten.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Orthopedics	242.0	274.5	310.0	252.1	284.3	312.6	-4.0%	-3.4%	-0.8%
Dental	227.6	235.8	254.0	219.0	232.8	254.2	3.9%	1.3%	-0.1%
Life Science	235.7	217.7	238.7	265.2	267.8	283.6	-11.1%	-18.7%	-15.8%
Totalt	705.3	728.0	802.8	736.3	784.9	850.4	-4.2%	-7.3%	-5.6%
Tillväxt	Förändring (procentenh.)								
Orthopedics	21.0%	13.4%	13.0%	26.0%	12.8%	10.0%	-5.0%	0.7%	3.0%
Dental	10.1%	3.6%	7.7%	5.9%	6.3%	9.2%	4.2%	-2.7%	-1.5%
Life Science	-1.0%	-7.6%	9.7%	11.4%	1.0%	5.9%	-12.4%	-8.6%	3.8%
Totalt	9.4%	3.2%	10.3%	14.2%	6.6%	8.3%	-4.8%	-3.4%	1.9%
Tillväxt lokala valutor	5.2%	2.9%	9.9%	9.7%	5.3%	8.3%	-4.5%	-2.4%	1.6%

Källa: Murgata Equity Research

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Net sales	705.3	728.0	802.8	736.3	784.9	850.4	-4.2%	-7.3%	-5.6%
Gross profit	216.6	225.9	253.1	227.0	246.0	272.1	-4.6%	-8.1%	-7.0%
EBIT	66.7	71.3	82.1	69.9	84.1	96.6	-4.5%	-15.2%	-14.9%
EBITA	77.3	82.4	92.0	80.5	94.0	105.7	-3.9%	-12.4%	-12.9%
EBITDA	127.3	137.0	148.4	130.5	148.7	163.1	-2.4%	-7.9%	-9.0%
PTP	53.5	62.0	74.5	51.5	71.0	87.0	3.8%	-12.8%	-14.4%
Net profit	40.9	48.3	58.1	39.3	55.4	67.9	4.1%	-12.8%	-14.4%
Net profit to shareholders	40.9	48.3	58.1	39.3	55.4	67.9	4.1%	-12.8%	-14.4%
EPS, adjusted	5.07	5.99	7.20	4.87	6.87	8.41	4.1%	-12.8%	-14.4%
Sales growth	Förändring (procentenh.)								
Gross margin, adj.	30.7%	31.0%	31.5%	30.8%	31.3%	32.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
EBIT margin, adj.	9.5%	9.8%	10.2%	9.5%	10.7%	11.4%	0.0%	-0.9%	-1.1%
EBITDA margin, adj.	18.0%	18.8%	18.5%	17.7%	18.9%	19.2%	0.3%	-0.1%	-0.7%

Källa: Murgata Equity Research

Värdering och aktie

Vi behåller vårt motiverade värde SEK 115 per aktie oförändrat inför rapporten och kan konstatera att aktien handlas kring de nivåerna. Efter estimatsänkningarna har vårt DCF-värde kommit ned något, men vårt motiverade värde innebär fortfarande en rabatt jämfört med det. Så här inför rapporten anser vi att rabatten är befogad med tanke på flera osäkra faktorer.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Motiverat värde: SEK 115
DCF-värde: SEK 131

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 131 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	82.4%
re	10.3%	rd	3.6%	WACC	9.0%

Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin
-2020	41	5	8.0%	18.8%
2021-2025	212	26	8.5%	19.4%
2026-2030	233	29	6.1%	20.7%
2031-2035	222	27	4.8%	20.9%
2035-2040	184	23	4.0%	21.2%
Terminal	452	56	2.0%	
Total	1,344	167		
Net debt	287	36		
DCF value	1,057	131		

Källa: Murgata Equity Research

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	705.3	728.0	802.8	875.9
COGS	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-488.7	-502.1	-549.7	-593.5
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	216.6	225.9	253.1	282.4
Other operating income	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.9	1.9	1.3	0.8
OPEX incl. Depr.+Amort.	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-140.1	-152.8	-156.5	-172.2	-187.9
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	66.7	71.3	82.1	95.3
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	-11.8	-9.4	-7.6	-6.2
Other financial items	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	-1.5	0.0	0.0	0.0
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	53.5	62.0	74.5	89.0
Tax	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.5	-13.6	-16.4	-19.6
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	40.9	48.3	58.1	69.5
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	40.9	48.3	58.1	69.5
EPS, reported	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	5.07	5.99	7.20	8.61
EPS, fully diluted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	5.07	5.99	7.20	8.61
Dividend per share	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	2.00	2.40	2.90	3.40
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	127.3	137.0	148.4	163.7
Depreciation	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.0	-54.6	-56.3	-59.3
Amortization	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-12.9	-10.6	-11.0	-9.9	-9.2
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	66.7	71.3	82.1	95.3
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	705.3	728.0	802.8	875.9
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	216.6	225.9	253.1	282.4
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	66.7	71.3	82.1	95.3
EBITA	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	77.3	82.4	92.0	104.4
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	127.3	137.0	148.4	163.7
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	53.5	62.0	74.5	89.0
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	40.9	48.3	58.1	69.5
Net profit to shareh.s	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	40.9	48.3	58.1	69.5
EPS, adjusted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	5.07	5.99	7.20	8.61
Gross margin, adj.	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	30.7%	31.0%	31.5%	32.2%
EBIT margin, adj.	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	9.8%	10.2%	10.9%
EBITDA margin, adj.	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.0%	18.8%	18.5%	18.7%
Sales growth	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	9.4%	3.2%	10.3%	9.1%
EBIT adj. growth	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	40.7%	6.9%	15.2%	16.0%
EBITDA adj. growth	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	27.6%	7.6%	8.3%	10.3%
EPS adj. growth	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	39.2%	18.1%	20.3%	19.5%

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	1.8	2.0	2.2
Intangible assets, other	12.3	12.8	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	23.0	43.4	38.6	35.5	33.7
Tangible fixed assets	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	460.0	456.4	456.2	458.3
Financial assets	0.0	4.2	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.0	3.0	3.1	3.2	3.3
Deferred tax assets	0.0	6.2	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	2.4	4.5	5.2	6.3	7.5
Total non-current assets	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	766.3	758.7	756.7	758.5
Current assets												
Inventories	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	166.4	176.7	188.7	207.0
Accounts receivable	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	92.5	98.2	104.8	115.0
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	2.2	2.4	2.6
Prepaid exp., accr. inc.	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	7.3	7.5	8.3	9.0
Cash and equivalents	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	75.8	98.5	120.3	124.1
Total current assets	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	346.3	385.3	426.7	459.9
Total assets	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,112.7	1,144.0	1,183.5	1,218.4
Shareholders equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	590.7	619.6	655.2	698.0
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	590.7	619.6	655.2	698.0
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	155.7	141.4	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	275.5	275.5	275.2	259.0
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	54.0	56.7	59.5	62.5
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	358.1	362.2	366.3	354.6
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	53.4	71.7	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	70.5	63.5	57.1	51.4
Accounts payable	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	37.3	39.6	42.3	46.4
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	49.1	52.1	55.6	61.0
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	163.8	162.1	162.1	165.8
Total equity and liab.	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,112.7	1,144.0	1,183.5	1,218.4

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	324	297	272	186
Net debt/Equity	91%	111%	74%	17%	94%	93%	97%	57%	55%	48%	41%	27%
Net debt/EBITDA adj.	3.5	4.1	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.5	2.2	1.8	1.1
Net working capital	136	131	127	113	67	90	149	168	177	188	202	221
NWC/Net sales	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	25.1%	25.8%	25.1%	25.3%
Invested capital	440	442	426	412	700	734	751	821	936	939	949	969
Capital employed	470	470	460	540	741	774	761	870	1,015	1,040	1,072	1,097
ROE	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.4%	8.0%	9.1%	10.3%
ROIC	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.2%	6.2%	7.0%	7.9%
ROCE	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.1%	6.9%	7.8%	8.8%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	4.0%	4.3%	5.0%	5.8%

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	137.0	148.4	163.7
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-13.3	-9.4	-7.6	-6.2
Taxes paid	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-12.5	-13.6	-16.4	-19.6
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	101.5	113.9	124.3	137.9
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-8.9	-10.9	-13.4	-19.9
CF from operating activities	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	66.0	92.6	103.0	110.9	118.0
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	-112.0	-57.2	-63.1	-68.9
CF from investments	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-79.9	-112.0	-57.2	-63.1	-68.9
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	54.3	-7.1	-6.7	-21.9
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	-16.1	-19.4	-23.4
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	46.2	-23.2	-26.0	-45.3
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	26.9	22.6	21.8	3.8
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	75.8	98.5	120.3
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	75.8	98.5	120.3	124.1

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	137.0	148.4	163.7
Taxes: Operational	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-12.5	-13.6	-16.4	-19.6
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-8.9	-10.9	-13.4	-19.9
CAPEX	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-112.0	-57.2	-63.1	-68.9
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	-6.1	55.2	55.5	55.3
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-13.3	-9.4	-7.6	-6.2
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	-19.4	45.8	47.8	49.1
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	54.3	-7.1	-6.7	-21.9
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	-16.1	-19.4	-23.4
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	26.9	22.6	21.8	3.8

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	114.50	114.50	114.50	114.50
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	924	924	924	924
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	324	297	272	186
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	474	408	533	469	1059	938	752	852	1248	1221	1195	1110
<u>Valuation</u>												
P/S	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1
P/E adj	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.6	19.1	15.9	13.3
P/BV	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/S	1.1	0.9	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBIT adj	21.0	22.6	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.7	17.1	14.6	11.7
EV/EBITA adj	16.9	18.5	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	16.1	14.8	13.0	10.6
EV/EBITDA adj	8.5	7.5	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.8	8.9	8.1	6.8
FCFE yield	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	-2.1%	5.0%	5.2%	5.3%
Dividend yield	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%
Payout ratio	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	39.4%	40.1%	40.3%	39.5%

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.