

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 100
Inför rapporten för Q1 2020
Aktiekurs: SEK 78

Elos rapporterar den 5 maj. Situationen med COVID-19 påverkar negativt och vi betraktar 2020E som ett resultatmässigt förlorat år. Graden av påverkan och vägen till normalisering ser olika ut för de tre affärsområdena. Vi har sänkt estimaten och har ett nytt motiverat värde på SEK 100 (115) för Elos Medtech.

Kina-fabriken snabbt tillbaka, men påverkan i andra länder

Elos Medtech drabbades tidigt av COVID-19 på grund av bolagets fabrik i Kina. Inför Q4-rapporten sänkte vi estimaten på grund av det, men den kom tillbaka relativt snabbt och är i full drift sedan i början av mars. Utanför Kina är osäkerheten större och vi har sänkt estimaten ytterligare.

Kommentarer om framtiden viktigare än historiska siffror

Hur resultatet föll ut i Q1 inte lika viktigt som vad bolaget kan säga om det aktuella läget och framför allt om framtiden. Snabba lagerjusteringar hos kunder slår hårt mot Elos intäkter och lönsamhet. Bolaget har tagit del av vissa stödprogram som kompenserar för en del av intäktsfallet, men det bör ha en större inverkan i Q2 än i Q1.

Vi sänker vårt motiverade värde till SEK 100 (115)

Utvecklingen under de närmaste kvartalen är osäker på grund av COVID-19. Vi förväntar oss att Elos affärsområden påverkas i olika utsträckning, men vi tror att det kommer ta tid innan läget normaliseras. 2020 kommer bli ett svagt år, men vår nuvarande bedömning av den gradvisa återhämtningen är att 2021E hamnar i närheten av 2019 års nivå justerat för engångsintäkter.

Key figures (SEK)

Year end: December	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	645	689	554	661	772
EBIT	47	65	42	56	79
EBITDA	100	126	101	115	137
PTP	37	51	33	47	72
EPS adj	3.64	4.77	3.19	4.50	6.94
DPS	1.00	0.00	1.30	1.80	2.80
Sales growth	11.6%	6.9%	-19.6%	19.3%	16.7%
EBIT margin	7.4%	9.5%	7.6%	8.4%	10.3%
EBITDA margin	15.5%	18.2%	18.2%	17.3%	17.8%
EPS adj. growth	-2.4%	31.0%	-33.1%	41.0%	54.2%
Net debt	287	331	310	261	184
Net debt/Equity	57%	61%	55%	45%	30%
Net debt/EBITDA	2.9	2.6	3.1	2.3	1.3
EV/S	1.3	1.7	1.7	1.3	1.1
EV/EBIT	18.0	18.2	22.2	15.9	10.3
EV/EBITDA	8.5	9.5	9.3	7.8	5.9
P/E adj.	19.2	22.3	24.4	17.3	11.2
P/BV	1.1	1.6	1.1	1.1	1.0
Dividend yield	1.4%	0.0%	1.7%	2.3%	3.6%
FCFE-yield	-2.9%	1.5%	3.8%	10.0%	4.2%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	629
Net debt (SEKm)	331
EV (SEKm)	961

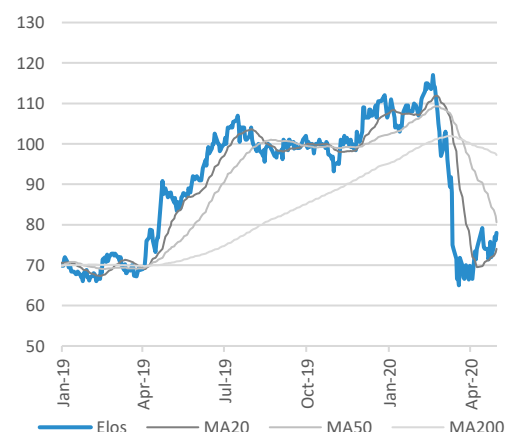
Free float	68%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSS SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO	Jan Wahlström
CFO	Ewa Linsäter
Chairman	Yvonne Mårtensson

Homepage	elosmedtech.com
Next report	5 May 2020

Estimate revisions

(%)	2020E	2021E	2022E
Net sales	-23.9%	-17.6%	-11.9%
EBIT	-40.6%	-32.0%	-16.8%
EBITDA	-41.2%	-33.1%	-18.6%
EPS adj.	-46.7%	-37.5%	-19.3%



Performance	3M	6M	12M	YTD
	-27%	-18%	-9%	-27%

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 kommande analyser.

Försäljningsestimat

Orthopedics hade ett svagt kvartal redan i Q4 och med COVID-19 i Q1 kommer den trenden fortsätta. Produkter som är relaterade till trauma kommer troligen ha en relativt oförändrad efterfrågan, även om antalet benbrott och liknande kan förväntas vara något färre än normalt. Elektiva ingrepp som knä- och höftleder har till stora delar ställts in (mer Q2 än Q1).

Stor osäkerhet kring försäljningen på kort sikt. Lagerjusteringar kan slå hårt, men en stor del av försäljningstappet är rimligen uppskjuten snarare än utebliven.

Dental fokuserar på tandimplantat. Just nu genomförs väldigt få sådana ingrepp, bland annat på grund av att en relativt stor andel av de patienterna är äldre som tillhör riskgrupperna för COVID-19. En stor andel av patienterna väntas återkomma, vilket bör leda till ett uppdämt behov när smittspridningen minskat. Blickar vi bortom epidemin har Elos ett starkt erbjudande inom digital tandvård och kan flytta fram positionerna efter godkännanden i USA.

Life Science har valt bort en produkt som inte var medtech och det förklarar svagheten under 2019. I jämförelsekvartalet Q1 2019 hade Affärsområdet en engångsintäkt på SEK 13.3m.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
Orthopedics	55.8	64.5	58.1	51.2	49.5	48.6	49.0	51.7
Dental	61.2	54.7	54.1	53.8	48.3	35.5	29.8	37.5
Life Science	72.9	64.9	44.9	53.3	50.8	52.5	47.2	53.9
Totalt	189.9	184.1	157.1	158.3	148.6	136.6	126.0	143.1
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics	21.3%	33.3%	13.3%	-5.7%	-11.4%	-24.7%	-15.6%	1.0%
Dental	8.9%	2.2%	17.4%	5.7%	-21.1%	-35.1%	-44.9%	-30.3%
Life Science	36.3%	1.2%	-20.8%	-16.3%	-30.3%	-19.1%	5.0%	1.1%
Totalt	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-21.8%	-25.8%	-19.8%	-9.6%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Försäljning per segment								
[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	182.3	166.0	200.0	229.6	198.8	243.2	279.7	316.0
Dental	171.1	202.0	206.7	223.8	151.1	185.8	237.9	272.1
Life Science	198.6	209.9	238.0	236.0	204.4	232.2	254.1	274.9
Totalt	552.0	577.9	644.7	689.4	554.3	661.2	771.7	863.0
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics		-8.9%	20.5%	14.8%	-13.4%	22.3%	15.0%	13.0%
Dental		18.1%	2.3%	8.3%	-32.5%	23.0%	28.0%	14.4%
Life Science		5.7%	13.4%	-0.8%	-13.4%	13.6%	9.4%	8.2%
Totalt		9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-19.6%	19.3%	11.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

COVID-19 slår mot intäkterna och pandemins utveckling och dess påverkan för Elos på kort sikt är osäker. Snabba kostnadsbesparingar och stödåtgärder gör att kostnaderna rimligen är rörligare än i normala fall.

Vi förväntar oss att försäljningen minskar med 22% i Q1 jämfört med föregående år, vilket motsvarar en nedgång med 16% justerat för en engångsintäkt på SEK 13.3m i Q1 2019.

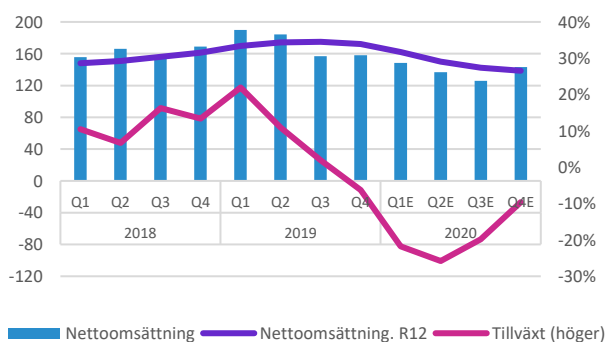
Produktionsstörningar har en betydande inverkan på Elos lönsamhet. En relativt stor andel fasta kostnader gör att marginalerna faller betydligt vid minskad försäljning. Hög arbetsbelastning är så klart bra för försäljningen, men marginalexpansionen hämmas av exempelvis övertid ersättningar. Under Q1 höll Kina först stängt på grund av COVID-19 och när personalen återvänt har kostnaderna förmodligen varit ovanligt höga.

Vi räknar inte med att kostnadsneddragningar och stödpaket haft någon större inverkan i Q1.

Resultaträkning								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
Nettoomsättning	189.9	184.1	157.1	158.3	148.6	136.6	126.0	143.1
Kostnad för sålda varor	-129.9	-128.0	-109.3	-108.8	-106.9	-99.0	-92.6	-102.9
Bruttoresultat	60.0	56.1	47.8	49.5	41.7	37.6	33.4	40.2
Försäljningskostnader	-10.6	-10.3	-9.2	-9.9	-8.8	-7.4	-6.9	-7.4
Administrationskostnader	-23.7	-26.4	-21.9	-21.3	-19.6	-18.4	-17.6	-19.7
Utvecklingskostnader	-5.3	-4.4	-3.2	-4.3	-4.0	-2.0	-2.3	-3.3
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	0.6	0.7	0.1	1.0	3.0	2.0	1.0
Rörelseresultat	21.4	15.6	14.2	14.1	10.3	12.8	8.6	10.8
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Finansiella kostnader	-3.2	-3.1	-2.8	-6.4	-3.2	-3.0	-2.9	-2.7
Valutakursdifferenser	2.4	-3.9	0.0	2.2	1.3	0.8	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	20.6	8.6	11.4	10.0	8.5	10.6	5.8	8.1
Skatter	-5.3	-2.0	-2.4	-2.4	-1.9	-2.3	-1.3	-1.8
Resultat efter skatt	15.3	6.6	9.0	7.6	6.6	8.3	4.5	6.3
EPS, rapporterad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.82	1.03	0.56	0.78
EPS, justerad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.82	1.03	0.56	0.78
Tillväxt, Nettoomsättning	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-21.8%	-25.8%	-19.8%	-9.6%
Bruttomarginal	31.6%	30.5%	30.4%	31.3%	28.1%	27.6%	26.5%	28.1%
EBIT-marginal	11.3%	8.5%	9.0%	8.9%	6.9%	9.4%	6.8%	7.5%

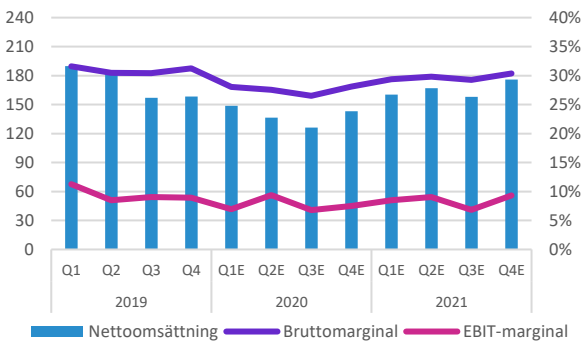
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolaget

Resultaträkning per år

Försäljningen av en del produkter påverkas inte nämnvärt, andra skjuts på framtiden i åtminstone någon utsträckning.

COVID-19 kan följas dagligen, men vi att investerare bör lyfta blicken. Vi räknar med att 2021E blir ungefär som 2019, men är ödmjuka inför vägen dit.

Osäkerhet kring utvecklingen för COVID-19 och dess inverkan på Elos verksamhet på kort sikt är betydande. En stor del av försäljningen kommer tillbaka eftersom kunderna fortfarande behöver genomgå ortopedisk kirurgi eller vill ha tandimplantat. Vissa produkter inom diagnostik och komponenter för insulinpennor bör inte ha drabbats särskilt hårt.

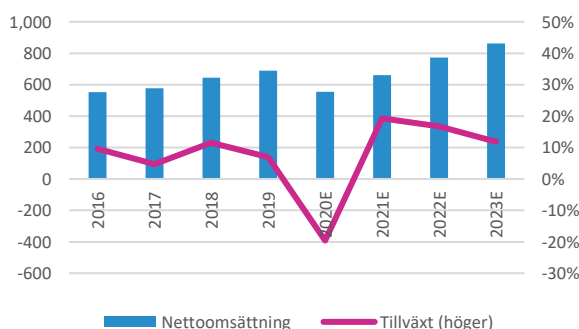
Elos kommer återhämta sig och osäkerheten ligger främst i hur snabbt det kommer gå. Det är vanligt att sådana processer tar längre tid än man först tror, så vi modellerar en gradvis återhämtning. Vi räknar med att Elos totalt sett kommer vara tillbaka på 2019 års nivå (justerad för engångsintäkter) under 2021E. Vi betraktar 2020 som ett förlorat år, men tror att Elos kommer vara ett betydligt starkare företag i början av 2021 än det var när 2019 inleddes. Ur det perspektivet spelar det inte så stor roll hur de närmaste kvartalen faller ut.

Resultaträkning

[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	552.0	577.9	644.7	689.4	554.3	661.2	771.7	863.0
Kostnad för sålda varor	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-401.3	-464.7	-531.0	-585.8
Bruttoresultat	157.0	162.5	178.4	213.4	153.0	196.5	240.7	277.2
Försäljningskostnader	-36.2	-38.0	-40.2	-40.0	-30.5	-36.2	-42.6	-48.1
Administrationskostnader	-65.0	-68.0	-80.6	-93.3	-75.4	-84.9	-94.1	-103.7
Utvecklingskostnader	-15.2	-13.8	-19.3	-17.2	-11.6	-20.2	-25.2	-29.9
Övriga rörelseint./kostn.	2.1	0.0	0.6	2.4	7.0	0.7	0.5	0.3
Rörelseresultat	42.7	42.7	38.9	65.3	42.4	55.9	79.3	95.8
Finansiella intäkter	0.2	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
Finansiella kostnader	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-11.9	-9.7	-7.9	-6.4
Valutakursdifferenser	5.4	-7.2	0.5	0.7	2.1	0.0	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	37.9	26.4	28.5	50.6	33.0	46.6	71.8	89.8
Skatter	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.3	-10.2	-15.8	-19.8
Resultat efter skatt	26.5	22.6	20.9	38.5	25.8	36.3	56.0	70.0
EPS, rapporterad	4.38	3.73	2.75	4.77	3.19	4.50	6.94	8.68
EPS, justerad	4.38	3.73	2.75	4.77	3.19	4.50	6.94	8.68
Tillväxt, Nettoomsättning	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-19.6%	19.3%	16.7%	11.8%
Bruttomarginal	28.4%	28.1%	27.7%	31.0%	27.6%	29.7%	31.2%	32.1%
EBIT-marginal	7.7%	7.4%	6.0%	9.5%	7.6%	8.4%	10.3%	11.1%

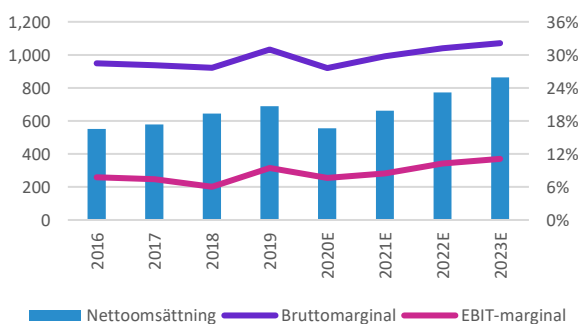
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per år



Källa: Murgata och bolaget

Omsättning och marginaler per år



Källa: Murgata och bolaget

Estimatrevideringar

Våra tidigare estimat hade tagit höjd för negativ inverkan på grund av störningarna från COVID-19 i Kina, men sedan dess har påverkan blivit betydande även i resten av världen. Intäktsbortfallet sänker lönsamheten, men statliga stödpaket bidrar rimligen till en ovanligt snabb justering av kostnaderna. Därmed är inverkan på kort sikt ovanligt osäker.

Våra estimatförändringar innebär i praktiken att Elos förlorar ungefär ett år på grund av COVID-19 jämfört med våra tidigare antaganden.

Vi förväntar oss inte att världen kommer återgå till det normala under de närmaste kvartalen. Det påverkar även Elos, även om bolaget sannolikt kommer påverkas betydligt mindre än många andra verksamheter. Våra nya estimat för 2022E ligger nära våra tidigare estimat för 2021E. På motsvarande sätt ligger våra nya estimat för 2021E nära utfallet 2019 justerat för engångseffekter.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Orthopedics	198.8	243.2	279.7	274.5	310.0	345.0	-27.6%	-21.6%	-18.9%
Dental	151.1	185.8	237.9	235.8	254.0	272.8	-35.9%	-26.9%	-12.8%
Life Science	204.4	232.2	254.1	217.7	238.7	258.0	-6.1%	-2.7%	-1.5%
Totalt	554.3	661.2	771.7	728.0	802.8	875.9	-23.9%	-17.6%	-11.9%
Tillväxt							Förändring (procentenh.)		
Orthopedics	-13.4%	22.3%	15.0%	13.4%	13.0%	11.3%	-26.8%	9.4%	3.7%
Dental	-32.5%	23.0%	28.0%	3.6%	7.7%	7.4%	-36.1%	15.2%	20.6%
Life Science	-13.4%	13.6%	9.4%	-7.6%	9.7%	8.1%	-5.8%	4.0%	1.3%
Totalt	-19.6%	19.3%	16.7%	3.2%	10.3%	9.1%	-22.8%	9.0%	7.6%

Källa: Murgata Equity Research

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Net sales	554.3	661.2	771.7	728.0	802.8	875.9	-23.9%	-17.6%	-11.9%
Gross profit	153.0	196.5	240.7	225.9	253.1	282.4	-32.3%	-22.4%	-14.8%
EBIT	42.4	55.9	79.3	71.3	82.1	95.3	-40.6%	-32.0%	-16.8%
EBITA	48.4	61.6	85.0	82.4	92.0	104.4	-41.2%	-33.1%	-18.6%
EBITDA	100.7	114.7	137.4	137.0	148.4	163.7	-26.5%	-22.7%	-16.1%
PTP	33.0	46.6	71.8	62.0	74.5	89.0	-46.7%	-37.5%	-19.3%
Net profit	25.8	36.3	56.0	48.3	58.1	69.5	-46.7%	-37.5%	-19.3%
Net profit to shareholders	25.8	36.3	56.0	48.3	58.1	69.5	-46.7%	-37.5%	-19.3%
EPS, adjusted	3.19	4.50	6.94	5.99	7.20	8.61	-46.7%	-37.5%	-19.3%
							Förändring (procentenh.)		
Sales growth	-19.6%	19.3%	16.7%	3.2%	10.3%	9.1%	-22.8%	9.0%	7.6%
Gross margin, adj.	27.6%	29.7%	31.2%	31.0%	31.5%	32.2%	-3.4%	-1.8%	-1.0%
EBIT margin, adj.	7.6%	8.4%	10.3%	9.8%	10.2%	10.9%	-2.1%	-1.8%	-0.6%
EBITDA margin, adj.	18.2%	17.3%	17.8%	18.8%	18.5%	18.7%	-0.7%	-1.1%	-0.9%

Källa: Murgata Equity Research

Värdering och aktie

Vi sänker vårt motiverade värde till SEK 100 (115) per aktie efter negativa estimatrevideringar på grund av COVID-19. Vi förväntar oss att Elos Medtech förlorar ungefär ett år jämfört med våra tidigare antaganden. Den i sammanhanget relativt odramatiska inverkan på Elos framtidsutsikter står i kontrast till den betydande osäkerheten om den närmaste framtiden. Aktien kommer troligen handlas till rabatt under den närmaste tiden och det kan långsiktiga investerare utnyttja.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi räknar med en normaliserad riskfri ränta (2.8%) och en riskpremie på 5.5%. För Elos sätter vi riskkoefficienten (jämförbar med beta) till 1.0 och har ett sammanlagt tillägg på 2.0%.

Vi diskonterar kassaflöden under vår explicita prognosperiod som sträcker sig fram till 2040 plus terminalvärdet (2% tillväxt) och en WACC på 8.9% blir DCF-värdet SEK 128 per aktie. Liksom tidigare är vårt motiverade värde en rabatt jämfört med DCF-värdet. I vår förra analys hade vi ett motiverat värde på SEK 115 och ett DCF-värde på SEK 131. Rabatten är alltså cirka 20% istället för cirka 10%.

Motiverat värde: SEK 100
DCF-värde: SEK 128

Osäkerhet talar för en hög riskpremie, men vi föredrar att resonera i termer av rabatt istället för att justera modellen.

Sänkningen av motiverade värdet är alltså större än sänkningen av DCF-värdet, men vi anser att det är rimligt med en större rabatt i det osäkra läget på grund av COVID-19. Ett annat sätt att betrakta det är att man skulle kunna argumentera för en högre diskonteringsränta (högre riskpremie) just nu. Vi föredrar dock att inte göra justeringar i DCF-modellens antaganden på grund av det vi tror är temporära svängningar i marknadens sentiment.

DCF sammanfattning

Cost of equity		Cost of debt		Weighted cost	
Risk-free interest rate	2.8%	Risk-free interest rate	2.8%		
Risk coefficient	1.0				
Equity risk premium	5.5%				
Extra premium (mcap)	1.6%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.8%	Equity ratio	80.4%
re	10.4%	rd	3.6%	WACC	8.9%
Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin	
-2020	32	4	-1.4%	18.2%	
2021-2025	196	24	13.1%	18.6%	
2026-2030	227	28	6.7%	20.1%	
2031-2035	230	28	4.8%	20.4%	
2035-2040	193	24	3.7%	20.6%	
Terminal	482	60	2.0%		
Total	1,361	169			
Net debt	331	41			
DCF value	1,029	128			

Källa: Murgata Equity Research

Financial statements and valuation

Income statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	554.3	661.2	771.7
COGS	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-401.3	-464.7	-531.0
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	213.4	153.0	196.5	240.7
Other operating income	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.4	7.0	0.7	0.5
OPEX incl. Depr.+Amort.	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-140.1	-150.5	-117.6	-141.3	-161.8
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	42.4	55.9	79.3
Interest income	4.4	6.6	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
Interest expenses	-9.1	-16.1	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-11.9	-9.7	-7.9
Other financial items	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	0.7	2.1	0.0	0.0
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	50.6	33.0	46.6	71.8
Tax	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.3	-10.2	-15.8
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	25.8	36.3	56.0
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	38.5	25.8	36.3	56.0
EPS, reported	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	3.19	4.50	6.94
EPS, fully diluted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	3.19	4.50	6.94
Dividend per share	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	0.00	1.30	1.80	2.80
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	100.7	114.7	137.4
Depreciation	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.8	-52.2	-53.2	-52.4
Amortization	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-12.9	-9.5	-6.0	-5.7	-5.7
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	42.4	55.9	79.3
Capitalized dev.	2.0	13.0	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Murgata Equity Research and company data

Adjusted P&L												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	554.3	661.2	771.7
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	213.4	153.0	196.5	240.7
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	42.4	55.9	79.3
EBITA	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	74.8	48.4	61.6	85.0
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	100.7	114.7	137.4
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	50.6	33.0	46.6	71.8
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	25.8	36.3	56.0
Net profit to shareh.s	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	25.8	36.3	56.0
EPS, adjusted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	3.19	4.50	6.94
Gross margin, adj.	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	27.6%	29.7%	31.2%
EBIT margin, adj.	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	7.6%	8.4%	10.3%
EBITDA margin, adj.	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	18.2%	17.3%	17.8%
Sales growth	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-19.6%	19.3%	16.7%
EBIT adj. growth	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-35.1%	31.7%	42.0%
EBITDA adj. growth	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	25.9%	-19.9%	14.0%	19.8%
EPS adj. growth	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	31.0%	-33.1%	41.0%	54.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Non-current assets												
Goodwill	42.8	41.6	42.8	45.1	234.9	253.8	235.1	253.6	262.1	262.1	262.1	262.1
Capitalised dev. costs	4.7	15.9	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	1.8	8.0	6.4	5.2	4.1
Intangible assets, other	12.3	12.8	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	23.0	13.2	13.2	14.1	15.6
Tangible fixed assets	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	444.1	451.9	445.0	446.7
Financial assets	0.0	4.2	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Deferred tax assets	0.0	6.2	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	2.4	1.7	1.1	1.6	2.4
Total non-current assets	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	729.4	735.0	728.2	731.1
Current assets												
Inventories	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	174.6	170.4	158.2	186.5
Accounts receivable	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	66.1	68.1	58.3	68.7
Current tax receivables	4.6	1.3	2.4	0.8	5.6	2.0	1.2	2.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Other curr. receivables	8.6	7.2	9.1	5.2	3.6	2.1	4.0	1.9	2.4	1.9	2.3	2.7
Prepaid exp., accr. inc.	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	5.8	4.6	5.5	6.5
Cash and equivalents	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	78.1	130.6	80.5
Total current assets	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	305.5	324.6	356.3	346.2
Total assets	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,059.6	1,084.5	1,077.3
Shareholders equity												
Shareholders equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	560.9	582.7	620.4
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	539.9	560.9	582.7	620.4
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	155.7	141.4	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	272.2	272.2	272.2	220.7
Deferred tax liabilities	27.0	26.8	25.4	21.2	22.8	30.1	30.8	27.3	25.5	26.8	28.1	29.5
Pension provisions	16.7	34.2	33.2	26.3	28.0	28.8	36.9	44.7	59.0	61.9	65.0	68.3
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	356.7	360.9	365.3	318.5
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	53.4	71.7	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	55.5	54.4	54.4	44.1
Accounts payable	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	21.8	25.6	25.0	29.4
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	47.3	44.1	43.1	50.8
Current tax liabilities	0.9	1.5	6.8	3.8	0.0	0.8	2.7	0.4	2.8	2.9	3.0	3.2
Other current liabilities	5.4	7.7	7.0	7.6	81.8	50.5	7.5	6.6	10.8	10.8	10.8	10.8
Total current liabilities	116.1	134.6	130.4	106.4	219.8	238.6	205.1	154.7	138.2	137.8	136.4	138.4
Total equity and liab.	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,059.6	1,084.5	1,077.3

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet metrics												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	331	310	261	184
Net debt/Equity	91%	111%	74%	17%	94%	93%	97%	57%	61%	55%	45%	30%
Net debt/EBITDA adj.	3.5	4.1	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.6	3.1	2.3	1.3
Net working capital	136	131	127	113	67	90	149	168	168	163	144	171
NWC/Net sales	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	24.3%	29.4%	21.7%	22.2%
Invested capital	440	442	426	412	700	734	751	821	895	897	870	900
Capital employed	470	470	460	540	741	774	761	870	950	975	1,001	981
ROE	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.3%	4.7%	6.4%	9.3%
ROIC	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.3%	3.9%	5.2%	7.2%
ROCE	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.2%	4.4%	5.7%	8.0%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	3.9%	2.5%	3.4%	5.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	100.7	114.7	137.4
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-9.4	-9.3	-7.5
Taxes paid	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-7.3	-10.2	-15.8
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	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	84.0	95.2	114.1
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	4.4	19.4	-27.7
CF from operating activities	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	66.0	102.4	88.4	114.6	86.4
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-40.0	-41.5	-12.2	-23.7	-46.1	-29.3	-37.6	-79.9	-97.1	-64.4	-51.6	-60.2
CF from investments	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-79.9	-97.3	-64.4	-51.6	-60.2
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-1.1	0.0	-61.8
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	0.0	-10.5	-14.5
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	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	0.9	-1.1	-10.5	-76.3
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	6.0	22.9	52.5	-50.1
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	55.2	78.1	130.6
Exch. diff. for cash and eq.	0.0	-0.5	-19.8	-4.2	0.8	0.9	-0.1	0.1	0.2	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	55.2	78.1	130.6	80.5

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow for analysis												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	100.7	114.7	137.4
Taxes: Operational	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-7.3	-10.2	-15.8
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	4.4	19.4	-27.7
CAPEX	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-89.3	-64.4	-51.6	-60.2
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFF	-11.0	-2.2	52.6	15.4	-6.2	68.5	40.8	-5.8	27.8	33.4	72.3	33.7
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-9.4	-9.3	-7.5
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	13.1	24.0	63.0	26.2
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	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	9.2	-1.1	0.0	-61.8
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	0.0	-10.5	-14.5
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
Other	10.1	9.7	20.7	137.4	30.9	5.2	0.0	2.3	-7.8	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	6.0	22.9	52.5	-50.1

Source: Murgata Equity Research and company data

Valuation data												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	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	106.50	78.00	78.00	78.00
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	859	629	629	629
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	331	310	261	184
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	474	408	533	469	1059	938	752	852	1191	940	890	814
<u>Valuation</u>												
P/S	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
P/E adj	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.3	24.4	17.3	11.2
P/BV	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/S	1.1	0.9	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.7	1.7	1.3	1.1
EV/EBIT adj	21.0	22.6	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.2	22.2	15.9	10.3
EV/EBITA adj	16.9	18.5	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	15.9	19.4	14.5	9.6
EV/EBITDA adj	8.5	7.5	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.5	9.3	7.8	5.9
FCFE yield	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	1.5%	3.8%	10.0%	4.2%
Dividend yield	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	0.0%	1.7%	2.3%	3.6%
Payout ratio	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	0.0%	40.7%	40.0%	40.3%

Source: Murgata Equity Research and company data

Viktig information/Disclaimer

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

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

MiFID II

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

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

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

Ansvarsbegränsning

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

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

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

Upphovsrätt och spridning

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

Tidpunkten för analysens färdigställande framgår av analysens framsida.