

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 100

Inför rapporten för Q2 2020

Aktiekurs: SEK 68.60

Elos släpper sin Q2-rapport den 16 juli. COVID-19 har en betydande inverkan för bolaget eftersom många kunders efterfrågan minskat påtagligt under pandemin. Vi har gjort små estimatförändringar jämfört med tidigare antaganden och behåller vårt motiverade värde SEK 100 per aktie oförändrat.

COVID-19 har haft en kraftigt negativ inverkan under Q2

Elos Medtech påverkades av pandemin redan under Q1 eftersom de har en fabrik i Kina. Den verksamheten har återhämtat sig väl, men under Q2 har efterfrågan minskat på grund av pandemin. Hela dentalbranschen har påverkats kraftigt. Inom ortopedi har planerade operationer ställts in, medan produkter inom trauma inte påverkats lika mycket.

Ovanligt stor osäkerhet i estimaten inför Q2

Vi har justerat ned estimaten något, men en del av det beror på valutaeffekter. Estimatosäkerheten är ovanligt stor och beror även på eventuella lagereffekter hos kunder. Elos har parerat svagheter med korttidspermitteringar och mottagit statliga stöd. Vi kommer lägga större vikt vid att förstå framtiden än på avvikelser jämfört med våra estimat.

Vi behåller vårt motiverade värde SEK 100 per aktie

Vi ser en betydande uppsida i aktien, men räknar inte med att kvartalsresultaten i sig kommer leda till en uppvärdering av aktien. Däremot anser vi att det är dags för investerare att i större utsträckning fokusera på tiden efter COVID-19. Vi har ett motiverat värde på SEK 100 per aktie vilket motsvarar nästan 50% uppsida jämfört med nuvarande aktiekurs.

Key figures (SEK)

Year end: December	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	645	689	563	654	756
EBIT	47	65	40	54	77
EBITDA	100	126	99	113	135
PTP	37	51	16	31	59
EPS adj	3.64	4.77	1.58	3.04	5.68
DPS	1.00	0.00	0.60	1.20	2.30
Sales growth	11.6%	6.9%	-18.3%	16.0%	15.7%
EBIT margin	7.4%	9.5%	7.2%	8.3%	10.2%
EBITDA margin	15.5%	18.2%	17.5%	17.3%	17.9%
EPS adj. growth	-2.4%	31.0%	-66.8%	92.0%	86.6%
Net debt	287	331	325	280	204
Net debt/Equity	57%	61%	59%	50%	34%
Net debt/EBITDA	2.9	2.6	3.3	2.5	1.5
EV/S	1.3	1.7	1.6	1.3	1.0
EV/EBIT	18.0	18.2	21.8	15.4	9.8
EV/EBITDA	8.5	9.5	8.9	7.4	5.6
P/E adj.	19.2	22.3	43.3	22.6	12.1
P/BV	1.1	1.6	1.0	1.0	0.9
Dividend yield	1.4%	0.0%	0.9%	1.7%	3.4%
FCFE-yield	-2.9%	1.5%	1.7%	9.6%	3.6%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	553
Net debt (SEKm)	331
EV (SEKm)	885

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	16 July 2020

Estimate revisions

(%)	2020E	2021E	2022E
Net sales	1.7%	-1.1%	-2.0%
EBIT	-4.8%	-3.1%	-2.7%
EBITDA	-4.2%	-2.8%	-2.5%
EPS adj.	-50.4%	-32.5%	-18.3%



Performance	3M	6M	12M	YTD
	-10%	-36%	-35%	-36%

Estimat

Estimat per kvartal

COVID-19 har haft en kraftigt negativ påverkan under Q2. **Orthopedics** var svagt redan i Q4 på grund av en försenad produktionsstart. **Dental** är svagt på grund av den låga tandvårdsaktiviteten under COVID-19. Egna produkter lyfte i Q1 pga USA-lansering. **Life Science** har hållit uppe väl, men hade engångsintäkter i både Q1 och Q2 2019.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
Orthopedics	55.8	64.5	58.1	51.2	46.8	45.8	44.8	46.7
Dental	61.2	54.7	54.1	53.8	66.0	39.5	33.8	41.5
Life Science	72.9	64.9	44.9	53.3	46.1	52.8	46.5	53.1
Totalt	189.9	184.1	157.1	158.3	158.9	138.1	125.1	141.3
Tillväxt								
Orthopedics	21.3%	33.3%	13.3%	-5.7%	-16.1%	-28.9%	-22.8%	-8.7%
Dental	8.9%	2.2%	17.4%	5.7%	7.8%	-27.8%	-37.5%	-22.9%
Life Science	36.3%	1.2%	-20.8%	-16.3%	-36.8%	-18.6%	3.5%	-0.4%
Totalt	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-16.3%	-25.0%	-20.4%	-10.7%
Tillväxt lokala valutor	16.1%	7.3%	-1.4%	-9.7%	-18.9%	-25.7%	-18.4%	-8.4%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
Nettoomsättning	189.9	184.1	157.1	158.3	158.9	138.1	125.1	141.3
Kostnad för sålda varor	-129.9	-128.0	-109.3	-108.8	-110.8	-99.9	-92.1	-101.8
Bruttoresultat	60.0	56.1	47.8	49.5	48.1	38.3	33.0	39.5
Försäljningskostnader	-10.6	-10.3	-9.2	-9.9	-9.9	-7.9	-7.1	-7.5
Administrationskostnader	-23.7	-26.4	-21.9	-21.3	-22.1	-18.6	-17.5	-19.5
Utvecklingskostnader	-5.3	-4.4	-3.2	-4.3	-5.2	-2.9	-2.3	-3.3
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	0.6	0.7	0.1	1.0	3.0	1.0	0.2
Rörelseresultat	21.4	15.6	14.2	14.1	11.9	11.8	7.1	9.5
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-3.2	-3.1	-2.8	-6.4	-7.5	-7.1	-6.8	-6.4
Valutakursdifferenser	2.4	-3.9	0.0	2.2	2.2	1.3	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	20.6	8.6	11.4	10.0	6.6	6.0	0.4	3.1
Skatter	-5.3	-2.0	-2.4	-2.4	-1.2	-1.3	-0.1	-0.7
Resultat efter skatt	15.3	6.6	9.0	7.6	5.4	4.7	0.3	2.4
EPS, rapporterad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.67	0.58	0.04	0.30
EPS, justerad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.67	0.58	0.04	0.30
Tillväxt, Nettoomsättning	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-16.3%	-25.0%	-20.4%	-10.7%
Bruttomarginal	31.6%	30.5%	30.4%	31.3%	30.3%	27.7%	26.4%	28.0%
EBIT-marginal	11.3%	8.5%	9.0%	8.9%	7.5%	8.6%	5.7%	6.7%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Estimat per år

Vi räknar med att försäljningen under 2020 minskar med 18.3% jämfört med föregående år, men enkla jämförelsetal, återhämtning efter COVID-19, lanseringar och nya produktionsuppdrag gör att vi räknar med hög tillväxt under de följande två åren.

Marginalen hade förbättrats innan COVID-19 och vi räknar med att bolaget kommer fortsätta den positiva utvecklingen när läget normaliserats efter pandemin.

Försäljning per segment								
[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	182.3	166.0	200.0	229.6	184.2	217.8	250.5	283.0
Dental	171.1	202.0	206.7	223.8	180.8	212.8	261.9	296.1
Life Science	198.6	209.9	238.0	236.0	198.5	223.0	244.0	263.8
Totalt	552.0	577.9	644.7	689.4	563.5	653.7	756.4	842.9
Tillväxt								
Orthopedics		-8.9%	20.5%	14.8%	-19.8%	18.3%	15.0%	13.0%
Dental		18.1%	2.3%	8.3%	-19.2%	17.7%	23.1%	13.1%
Life Science		5.7%	13.4%	-0.8%	-15.9%	12.4%	9.4%	8.1%
Totalt	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-18.3%	16.0%	15.7%	11.4%
Tillväxt lokala valutor	10.1%	4.3%	8.0%	2.8%	-18.1%	17.6%	15.7%	11.4%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning								
[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	552.0	577.9	644.7	689.4	563.5	653.7	756.4	842.9
Kostnad för sålda varor	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-404.5	-460.2	-521.8	-573.7
Bruttoresultat	157.0	162.5	178.4	213.4	158.9	193.5	234.6	269.2
Försäljningskostnader	-36.2	-38.0	-40.2	-40.0	-32.4	-35.8	-41.8	-47.0
Administrationskostnader	-65.0	-68.0	-80.6	-93.3	-77.8	-85.0	-92.2	-101.3
Utvecklingskostnader	-15.2	-13.8	-19.3	-17.2	-13.6	-19.3	-23.8	-28.2
Övriga rörelseint./kostn.	2.1	0.0	0.6	2.4	5.2	0.7	0.5	0.3
Rörelseresultat	42.7	42.7	38.9	65.3	40.4	54.1	77.2	92.9
Finansiella intäkter	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-27.8	-22.7	-18.5	-15.0
Valutakursdifferenser	5.4	-7.2	0.5	0.7	3.5	0.0	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	37.9	26.4	28.5	50.6	16.1	31.5	58.7	77.9
Skatter	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-3.3	-6.9	-12.9	-17.1
Resultat efter skatt	26.5	22.6	20.9	38.5	12.8	24.5	45.8	60.7
EPS, rapporterad								
EPS, justerad	4.38	3.73	2.75	4.77	1.58	3.04	5.68	7.53
Tillväxt, Nettoomsättning								
Bruttomarginal	28.4%	28.1%	27.7%	31.0%	28.2%	29.6%	31.0%	31.9%
EBIT-marginal	7.7%	7.4%	6.0%	9.5%	7.2%	8.3%	10.2%	11.0%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Estimatrevideringar

Vi 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.

Vi förväntar oss inte att världen kommer återgå till det normala under de närmaste kvartalen, utan att återhämtningen kommer ske gradvis. Samtidigt kommer det troligen finnas ett visst uppdämt behov av vissa behandlingar som inte har kunnat utföras under pandemin.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Orthopedics	184.2	217.8	250.5	198.8	243.2	279.7	-7.3%	-10.4%	-10.4%
Dental	180.8	212.8	261.9	151.1	185.8	237.9	19.7%	14.5%	10.1%
Life Science	198.5	223.0	244.0	204.4	232.2	254.1	-2.9%	-4.0%	-4.0%
Totalt	563.5	653.7	756.4	554.3	661.2	771.7	1.7%	-1.1%	-2.0%
<u>Tillväxt</u>							<u>Förändring (procentenh.)</u>		
Orthopedics	-19.8%	18.3%	15.0%	-13.4%	22.3%	15.0%	-26.8%	9.4%	3.7%
Dental	-19.2%	17.7%	23.1%	-32.5%	23.0%	28.0%	-36.1%	15.2%	20.6%
Life Science	-15.9%	12.4%	9.4%	-13.4%	13.6%	9.4%	-5.8%	4.0%	1.3%
Totalt	-18.3%	16.0%	15.7%	-19.6%	19.3%	16.7%	-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	563.5	653.7	756.4	554.3	661.2	771.7	1.7%	-1.1%	-2.0%
Gross profit	158.9	193.5	234.6	153.0	196.5	240.7	3.9%	-1.5%	-2.5%
EBIT	40.4	54.1	77.2	42.4	55.9	79.3	-4.8%	-3.1%	-2.7%
EBITA	46.4	59.8	82.9	48.4	61.6	85.0	-4.2%	-2.8%	-2.5%
EBITDA	98.6	113.0	135.2	100.7	114.7	137.4	-2.0%	-1.5%	-1.6%
PTP	16.1	31.5	58.7	33.0	46.6	71.8	-51.4%	-32.5%	-18.3%
Net profit	12.8	24.5	45.8	25.8	36.3	56.0	-50.4%	-32.5%	-18.3%
Net profit to shareholders	12.8	24.5	45.8	25.8	36.3	56.0	-50.4%	-32.5%	-18.3%
EPS, adjusted	1.58	3.04	5.68	3.19	4.50	6.94	-50.4%	-32.5%	-18.3%
							<u>Förändring (procentenh.)</u>		
Sales growth	-18.3%	16.0%	15.7%	-19.6%	19.3%	16.7%	1.3%	-3.3%	-1.0%
Gross margin, adj.	28.2%	29.6%	31.0%	27.6%	29.7%	31.2%	0.6%	-0.1%	-0.2%
EBIT margin, adj.	7.2%	8.3%	10.2%	7.6%	8.4%	10.3%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
EBITDA margin, adj.	17.5%	17.3%	17.9%	18.2%	17.3%	17.8%	-0.7%	-0.1%	0.1%

Källa: Murgata Equity Research

Värdering och aktie

Vi behåller vårt motiverade värde SEK 100 per aktie oförändrat. Vårt DCF-värde är SEK 125, men vi anser att det särskilt under den förhöjda osäkerheten kring COVID-19 är befogat med en rabatt. Så här inför rapporten ser vi ingen anledning satt justera vår syn på aktien som för närvarande har en betydande uppsida till vårt motiverade värde.

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 125 per aktie.

Motiverat värde: SEK 100
DCF-värde: SEK 125

Vi behåller vårt motiverade värde oförändrat på SEK 100. Vårt DCF-värde är alltså ca 25% högre. Vi anser att rabatten nu framför allt är motiverad av osäkerheten kring hur COVID-19 kommer påverka bolaget. Det är en rejäl uppsida i aktien från nuvarande nivå (nästan 50%), men vi tror att investerarna kommer vilja se mer klarhet i hur pandemin utvecklas och hur Elos påverkas innan aktien passerar SEK 100 per aktie.

DCF sammanfattning

Cost of equity		Cost of debt		Weighted cost	
Risk-free interest rate	2.8%	Risk-free interest rate	2.8%		
Risk coefficient	1.0				
Equity risk premium	5.5%				
Extra premium (mcap)	1.6%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.8%	Equity ratio	80.1%
re	10.4%	rd	3.6%	WACC	8.9%

Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin
-2020	33	4	-0.8%	17.5%
2021-2025	208	26	12.0%	18.6%
2026-2030	225	28	6.4%	20.0%
2031-2035	223	28	4.6%	20.3%
2035-2040	186	23	3.6%	20.5%
Terminal	462	57	2.0%	
Total	1,336	166		
Net debt	331	41		
DCF value	1,005	125		

Källa: Murgata Equity Research

Motiverat värde: SEK 100 per aktie

Vi behåller vårt motiverade värde oförändrat på SEK 100. Vårt DCF-värde är alltså ca 25% högre. Vi anser att rabatten nu framför allt är motiverad av osäkerheten kring hur COVID-19 kommer påverka bolaget. Det är en rejäl uppsida i aktien från nuvarande nivå (nästan 50%), men vi tror att investerarna kommer vilja se mer klarhet i hur pandemin utvecklas och hur Elos påverkas innan aktien passerar SEK 100 per aktie.

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	563.5	653.7	756.4
COGS	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-404.5	-460.2	-521.8
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	213.4	158.9	193.5	234.6
Other operating income	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.4	5.2	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	-123.8	-140.0	-157.8
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	40.4	54.1	77.2
Interest income	4.4	6.6	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Interest expenses	-9.1	-16.1	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-27.8	-22.7	-18.5
Other financial items	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	0.7	3.5	0.0	0.0
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	50.6	16.1	31.5	58.7
Tax	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-3.3	-6.9	-12.9
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	12.8	24.5	45.8
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	12.8	24.5	45.8
EPS, reported	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	1.58	3.04	5.68
EPS, fully diluted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	1.58	3.04	5.68
Dividend per share	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	0.00	0.60	1.20	2.30
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	98.6	113.0	135.2
Depreciation	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.8	-52.2	-53.2	-52.3
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	40.4	54.1	77.2
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	563.5	653.7	756.4
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	213.4	158.9	193.5	234.6
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	40.4	54.1	77.2
EBITA	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	74.8	46.4	59.8	82.9
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	98.6	113.0	135.2
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	50.6	16.1	31.5	58.7
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	12.8	24.5	45.8
Net profit to shareh.s	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	12.8	24.5	45.8
EPS, adjusted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	1.58	3.04	5.68
Gross margin, adj.	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	28.2%	29.6%	31.0%
EBIT margin, adj.	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	7.2%	8.3%	10.2%
EBITDA margin, adj.	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	17.5%	17.3%	17.9%
Sales growth	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-18.3%	16.0%	15.7%
EBIT adj. growth	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-38.2%	34.1%	42.6%
EBITDA adj. growth	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	25.9%	-21.5%	14.6%	19.6%
EPS adj. growth	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	31.0%	-66.8%	92.0%	86.6%

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	13.3	14.1	15.5
Tangible fixed assets	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	444.1	451.9	444.5	445.1
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	0.5	1.1	2.0
Total non-current assets	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	729.4	734.5	727.1	729.0
Current assets												
Inventories	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	174.6	171.6	158.4	183.5
Accounts receivable	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	66.1	68.6	58.4	67.6
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	2.0	2.3	2.6
Prepaid exp., accr. inc.	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	5.8	4.7	5.5	6.3
Cash and equivalents	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	63.7	111.9	85.6
Total current assets	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	305.5	312.1	337.8	347.1
Total assets	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,046.6	1,064.9	1,076.1
Shareholders equity												
Shareholders equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	547.3	563.1	595.5
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	547.3	563.1	595.5
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	241.5
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	339.4
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	48.3
Accounts payable	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	21.8	25.7	25.0	29.0
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	44.4	43.2	50.0
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	138.4	136.5	141.3
Total equity and liab.	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,046.6	1,064.9	1,076.1

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	325	280	204
Net debt/Equity	91%	111%	74%	17%	94%	93%	97%	57%	61%	59%	50%	34%
Net debt/EBITDA adj.	3.5	4.1	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.6	3.3	2.5	1.5
Net working capital	136	131	127	113	67	90	149	168	168	164	144	168
NWC/Net sales	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	24.3%	29.2%	22.0%	22.3%
Invested capital	440	442	426	412	700	734	751	821	895	898	870	895
Capital employed	470	470	460	540	741	774	761	870	950	962	982	981
ROE	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.3%	2.4%	4.4%	7.9%
ROIC	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.3%	4.1%	5.3%	7.3%
ROCE	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.2%	4.2%	5.6%	7.9%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	3.9%	1.2%	2.3%	4.3%

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	98.6	113.0	135.2
Taxes: Operational	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-3.3	-6.9	-12.9
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	3.0	20.6	-24.6
CAPEX	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-89.3	-64.5	-51.0	-59.0
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	33.9	75.7	38.7
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-24.3	-22.7	-18.5
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	9.6	53.0	20.2
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	-36.8
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	-4.8	-9.7
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	8.5	48.2	-26.2

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	68.60	68.60	68.60
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	553	553	553
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	331	325	280	204
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	474	408	533	469	1059	938	752	852	1191	878	833	758
<u>Valuation</u>												
P/S	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.2	1.0	0.8	0.7
P/E adj	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.3	43.3	22.6	12.1
P/BV	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/S	1.1	0.9	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.7	1.6	1.3	1.0
EV/EBIT adj	21.0	22.6	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.2	21.8	15.4	9.8
EV/EBITA adj	16.9	18.5	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	15.9	18.9	13.9	9.1
EV/EBITDA adj	8.5	7.5	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.5	8.9	7.4	5.6
FCFE yield	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	1.5%	1.7%	9.6%	3.6%
Dividend yield	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	0.0%	0.9%	1.7%	3.4%
Payout ratio	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	0.0%	37.9%	39.5%	40.5%

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.